التحرك المشترك بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية

في ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي

إعداد

ياسمين توفيق الأسعد

المشرف

الدكتور محمد عبد الهادي العلاوين

قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد

كلية الدراسات العليا

الجامعة الأردنية

آب، ٢٠١٠

الجامعة الأردنية

نمـــوذج تفـــويض

أنا ياسين توفيق محمد الأحمد، أفوض الجامعة الأردنية بتزويد نـــسخ من أطروحتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

التوقيع:

التاريخ: 15.8.2010

نوقشت هذه الرسالة "**التحرك المشترك بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية في ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي**" وأجيزت بتاريخ 29 تموز 2010.

قرار لجنة المناقشة

أعضاء لجنة المناقشة	التوقيع
الدكتور، محمد العلاوين مشرفاً أستاذ مشارك- نظرية نقدية واقتصاد دولي	....
الدكتورة، بثينة المحتسب عضواً أستاذ مساعد – اقتصاد دولي واقتصاد صناعي	....
الدكتور، وليد شواقفة عضواً أستاذ مساعد – اقتصاد نقدي واقتصاد قياسي	....
الدكتور، فؤاد كريشان عضواً أستاذ مساعد – تنمية وأساليب كمية (جامعة الحسين بن طلال)	....

إهــداء

إلى أبي..

صانع بذور العلم..

إلى أمي..

صانعة بذور الحياة..

إلى ماهر..

صانع بذور الحب..

إلى سفيان..

بــذرة الأمــــــــل..

كلمة شكر

بعد الحمد والشكر لله عز وجل الذي أعانني على إتمام هـذه الدراسـة وإكمـال هـذه المرحلة، لطالما تمنيتها مراراً أنا ومن ساندني بعزيمة الحب وبقوة الثقة، فإنه يـسرني التوجـه بجزيل الشكر وعظيم الإمتنان لأستاذي الموقر الدكتور محمد العلاوين على تكرمـه بالإشـراف على رسالتي، وعلى حسن رعايته وإهتمامه، حيث كان لسديد نصحه ولإرشاداته القيمـة الأثـر البيِّن في إخراج هذه الدراسة.

كما أتقدم بالشكر العميق إلى الأساتذه الأفاضل أعضاء لجنة المناقشه على تفضلهم بقبول مناقشة الرسالة، وعلى ما أبدوه من ملاحظات قيِّمة ساهمت في تحسينها وإثرائها.

ولا يفوتني التقدم بالشكر لكل من ساعدني على عبور هذه المرحلة من زميلات وزملاء في قسم الاقتصاد.

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

التحرك المشترك بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية في ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي

إعداد
ياسمين الأسـعد

المشرف
الدكتور محمد عبد الهادي العلاوين

ملخص

يعد معدل الفائدة واحداً من المتغيرات الاقتصادية ذات الأهمية البالغة في الاقتصاد، كما يعد واحداً من أهم أدوات السياسة النقدية. وبالنظر إلى الدور الكبير الذي تلعبه السياسة النقدية من خلال أدواتها في التأثير على أغلب المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل التضخم والنمو والبطالة، تأتي أهمية هذه الدراسة في التعرف على طبيعة العلاقة بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي في ظل سعر صرف ثابت ما بين الدينار الأردني والدولار الأمريكي، وما مدى الدور الذي تلعبه هذه العلاقة فيما يخص السياسة النقدية المستخدمة من قِبل البنك المركزي الأردني. وإلى أي مدى يمكن أن يكون هذا التحرك سببا في تأثر معدلات الفائدة الأردنية بأي أزمة أو صدمة يواجهها معدل الفائدة الأمريكي، وذلك في الفترة (١: ١٩٩٥- ١٢: ٢٠٠٨).

وقد تم استخدام اختبارات الاستقرارية- لسيناريوهين مختلفين لمعدلات الفائدة الأمريكية- للتأكد من انطباق نظرية تكافؤ معدل الفائدة، وبمعنى آخر وجود تحرك مشترك ما بين سعري الفائدة المحلي والأجنبي. كما تم استخدام اختبار التكاملية الذي اختبر استقرارية السلاسل الزمنية المستخدمة، ومن ثم تطبيق اختبار التكامل المشترك. وقد جاءت نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وفروقها منافية لنظرية تكافؤ معدل الفائدة التي تفترض استجابة معدل الفائدة المحلي للأجنبي، وبالتالي لم تُظهر لنا النتائج وجود تحرك مشترك بين معدلي الفائدة المحلي والأجنبي على المدى الطويل، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة الأولى القائلة بعدم وجود تحرك مشترك بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية.

هذا وقد أوصت الباحثة بالمحافظة على هامش متَّسع بين سعري الفائدة الأردني والأمريكي بفارق يسمح ولو بشيئ قليل لصانع السياسة النقدية بالاحتفاظ بالاستقلالية النقدية، إضافة إلى استمرار البحث في مزايا وعيوب نظام سعر الصرف الحالي بهدف الوصول إلى نظام سعر الصرف الأمثل الذي يحمل أقل تكلفة لخسارة الاستقلالية النقدية.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

١ - ١ المقدمة

تلعب السياسة النقدية دوراً رئيساً في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، وتبرز أهمية هذا الدور في تأثيرها على كثير من المتغيرات الاقتصادية التي لها القدرة على إحداث تغيير هام على كافة الصعد السياسية والاقتصادية والاجتماعية. ولم تكن الكثير من الأزمات العالمية والتذبذبات الاقتصادية التي شهدتها أنظمة العديد من الدول إلاّ نِتاجاً للسياسات النقدية المتبعة في تلك الدول، هذا مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف في درجة استقلالية السياسة النقدية وفعاليتها في أيٍّ من هذه الدول.

وغالباً ما تستهدف السياسة النقدية المحافظة على استقرار قيمة العملة الوطنية بما يكفل استقرار مستوى الأسعار، هذا وإن كان تحقيق هذا الاستقرار لا يعني تجميد الأسعار، وإنما هو الاستقرار النسبي الذي يسمح بتصاعد مقبول في حدود غير مبالغ فيها، وبما يساعد الدولة على تجنب التقلبات العنيفة قصيرة الأجل في قيمة النقود.

ويتبلور الدور المحوري للبنك المركزي في الرقابة على الجهاز المصرفي، وفي إدارة السياسة النقدية للدولة التي تُعنى بالإجراءات التي تهدف إلى التحكم في الأوضاع النقدية في الاقتصاد الوطني، ذلك في إطار مجمل السياسة الاقتصادية بمكوناتها المختلفة. ويستعين البنك المركزي على تحقيق السياسة النقدية بأدوات نقدية مباشرة وغير مباشرة، وفقاً للنظام السياسي والمؤسسي والمصرفي السائد في الدولة، ووفقاً لمرحلة التنمية التي يمر بها الاقتصاد.

لكن في ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي منذ عام ١٩٩٥، وتوقع وجود علاقة تحرك مشترك بين معدل الفائدة المحلي ومعدل الفائدة الأجنبي بهدف جعل الودائع بالدينار الأردني أكثر جاذبية من ودائع الدولار الأمريكي، فإن هذا الربط يثير التساؤل حول استقلالية السياسة النقدية في الأردن؟ وبمعنى آخر هل سيكون هنالك حرية لصانع السياسات الاقتصادية الأردني في اللجوء لهذه السياسات أو في استخدامها بفعالية تتكفل بنقل أثار هذه السياسات بسرعة لكافة أركان النظام المالي والمصرفي والاقتصاد القومي ككل. وهل سيكون هنالك تأثير على المدى القصير لهذا التحرك المشترك– إن وُجِد - ينعكس في تلقي معدل الفائدة الأردني لصدمات مفاجئة (Shocks) تحصل في معدل الفائدة الأمريكي.

١ - ٢ مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة بالبحث في معرفة مدى التحرك المشترك لمعدل الفائدة المحلي والأجنبي على المدى الطويل، وذلك في ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي، وفي حال أُثبت هذا التحرك، فما مدى علاقته باستقلال السياسة النقدية في الأردن.

١ - ٣أهمية الدراسة

يعد معدل الفائدة واحداً من المتغيرات الاقتصادية ذات الأهمية البالغة في الاقتصاد، كما يعد واحداً من أهم أدوات السياسة النقدية، وبالنظر إلى الدور الكبير الذي تلعبه السياسة النقدية من خلال أدواتها في التأثير على أغلب المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل التضخم والنمو والبطالة، تأتي أهمية هذه الدراسة في التعرف على طبيعة العلاقة بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي في ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي، وما مدى الدور الذي تلعبه هذه العلاقة فيما يخص السياسة النقدية المستخدمة من قِبل البنك المركزي الأردني.

١ - ٤أهداف الدراسة

١. التعرف على دور البنك المركزي وأهمية استقلاله كسُلطة نقدية.
٢. التعرف على أهداف السياسة النقدية في الأردن، وتطورها التاريخي خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٠٨).
٣. قياس مدى وجود تحرك مشترك بين معدل الفائدة المحلي ومعدل الفائدة الأجنبي، وعلاقة ذلك باستقلالية السياسة النقدية في الأردن، وذلك في ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي.

١ - ٥فرضيات الدراسة

١. لا يوجد تحرك مشترك بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي.
٢. هنالك استقلالية للسياسة النقدية بالرغم من ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي .

١ - ٦ الدراسات السابقة

١. فريد سالم جرادات، ١٩٩٧

تناولت هذه الدراسة الانفتاح الاقتصادي الأردني وأثره على فعالية السياسات المالية والنقدية، بهدف إظهار الانفتاح الاقتصادي ودوره في التأثير على السياسات المالية والنقدية. وقد تم استخدام أساليب إحصائية تركز على استقراء واستنباط الحقائق من

البيانات والمعلومات والأرقام المستمدة من مصادر مكتبية ووثائقية وتاريخية، وأساليب قياسية باستخدام تحليل الانحدار لقياس علاقة الانفتاح بالسياسات المالية والنقدية.

ولقد أظهرت الدراسة اتجاهات الارتباط الاقتصادي الأردني بالخارج من خلال الارتباط التجاري، والارتباط المالي، وقد وجد أن الأردن يعتمد اعتماداً كبيراً على القطاع التجاري وعلى حجم التدفقات المالية الخارجية سواء أكانت قروض خارجية أو تحويلات بدون مقابل في نشاطه الاقتصادي.

كما أنها تناولت أثر الانفتاح الاقتصادي على فعالية السياسات المالية والنقدية في تحقيق مستويات الاستقرار في الأسعار والطلب على النقد وميزان المدفوعات، حيث تبين أن السياسات المالية والنقدية ذات فعالية محدودة في تحقيق الأهداف السابقة.

إضافة إلى أن الدراسة استعرضت أثر الانفتاح الاقتصادي على فعالية السياسات المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي باستخدام النماذج الإجمالية للاقتصاد المفتوح والاقتصاد المغلق، وتبين أن تأثير السياسات المالية والنقدية على تنشيط الاقتصاد في حالة الركود يتضاءل عندما يكون الاقتصاد مفتوحاً، فكلما زادت درجة الانفتاح الاقتصادي، قل مضاعف السياسة المالية ومضاعف السياسة النقدية بازدياد الميل الحدي للاستيراد وتلاشى تأثير السياسات الاقتصادية في التخفيف من أثر الركود الاقتصادي.

٢. محمد عبد الهادي العلاوين، ١٩٩٨

هدفت هذه الدراسة بشكل أساسي إلى إلقاء الضوء على أثر الائتمان المصرفي المقدم من البنوك المرخصة على التقلبات الاقتصادية في الأردن، إلى جانب دراسة طبيعة العلاقة بين هذين المتغيرين. ومن جهة أخرى قامت الدراسة ببحث علاقة الائتمان المصرفي بالسياسة النقدية.

هذا وقد استخدمت الدراسة عدداً من الطرق القياسية لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي والتسهيلات الائتمانية، ومن أهم هذه الطرق: اختبار جذر الوحدة (Unit Root)، واختبار التكاملية (Co integration)، واختبار (Vector Auto Regression)، ودالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function)، وجرانجر للسببية (Granger Causality).

وقد خلصت الدراسة بعد تطبيق الاختبارات السابقة على الفترة (١٩٨٥-١٩٩٧) إلى أن هنالك تأثير إيجابي للائتمان على الناتج المحلي الإجمالي. وعلى ذات الصعيد لوحظ الأثر الإيجابي للناتج المحلي الإجمالي على الائتمان في الفترات الأولى. وعند تقسيم

الفترة بأكملها إلى جزأين تبين أن العلاقة السببية القائمة بين المتغيرين هي أحادية الاتجاه وتسير من الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (١٩٨٥-١٩٨٩). حيث يرجع هذا إلى زيادة الطلب في الاقتصاد الناجم عن السياسات التوسعية الهادفة إلى تقليص الآثار السلبية لحالة الركود التي أصابت المنطقة. أما في الفترة الثانية (١٩٩٠-١٩٩٧) فقد بقيت العلاقة أحادية الاتجاه، إلا أن مسارها قد اختلف وأصبح من الناتج إلى الائتمان.

٣. فرانكل وآخرون Frankel، ٢٠٠٢

استخدمت هذه الدراسة عينة كبيرة من البلدان النامية والاقتصادات الصناعية خلال ١٩٧٠-١٩٩٩، في محاولة لاستكشاف ما إذا كان اختيار نظام سعر الصرف يؤثر على حساسية معدلات الفائدة المحلية لمعدلات الفائدة العالمية. وقد أظهرت الدراسة -في معظم الحالات- أنه لا يمكننا رفض هذه الحساسية على المدى الطويل، حتى بالنسبة للبلدان التي تتبع نظام سعر صرف معوم. إلا أنه يوجد بضعة بلدان صناعية كبيرة تستطيع اختيار أسعار الفائدة الخاصة بها على المدى الطويل. كما أظهرت الدراسة أن الآثار في الأجل القصير تختلف باختلاف أنظمة سعر الصرف المتبعة من قِبل البلدان. وقد تمحورت النتيجة الرئيسة لهذه الدراسة حول أهمية نظام سعر الصرف المتبع وعلاقته باستقلالية السياسة النقدية، حيث أكدت على أن معدلات الفائدة المحلية للدول التي تتبع نظام سعر صرف مرن ستتكيف ببطئ للتغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة العالمية، وهذا يتضمن تمتُّع السياسة النقدية باستقلالية أكبر.

٤. أسامة فايز عيسى الفرحان، ٢٠٠٢

وقد تمحورت هذه الدراسة في حصر أهم محددات معدلات الفائدة المصرفية الدائنة والمدينة في الاقتصاد الأردني على المستوى الكلي وفقاً للفكر الاقتصادي الرأسمالي، حيث استمدت الدراسة إطارها النظري بشكل رئيس من أفكار المدرسة الكينزية.

استخدمت الدراسة التحليل الإحصائي الوصفي في عرض البيانات والتحليل القياسي ممثلاً بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لدراسة السلاسل الزمنية للمتغيرات المستخدمة في الاختبار. من ناحية أخرى استخدمت الدراسة لتحقيق الأهداف المتغيرات الاقتصادية التالية: عرض النقد الإسمي (M1) وحجم الانفاق الحكومي الإسمي والوسط المرجح لمعدلات الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر ومعدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية.

وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج، أهمها أن معدل الفائدة يتأثر سلباً بالتغيرات في عرض النقد، ولكنه وفي الوقت نفسه نجد أنه عديم المرونة بالنسبة للتغيرات في معدل الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة أشهر. أما من الجانب المالي، فقد تبين أن الزيادة في الانفاق الحكومي لا تؤثر على معدلات الفائدة المصرفية على الودائع، بينما تؤثر بصورة محدودة جداً على معدلات الفائدة على التسهيلات. وعلى صعيد المتغيرات الاقتصادية الخارجية، فقد تبين أن معدل الفائدة المحلي يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الخارجية المتمثلة بكل من معدل الفائدة الدولي وسعر صرف العملة الأجنبية بصورة تتوافق مع مبدأ تعادل الفائدة، وهو أمر يعكس حقيقة أن الاقتصاد الأردني اقتصاداً منفتحاً.

٥. جهاد أبو الرب، ٢٠٠٣

تمحور الموضوع الرئيسي لهذه الدراسة حول الأزمات التي واجهها البنك المركزي الأردني خلال الفترة ١٩٦٤ – ٢٠٠٠، ومدى فعالية سياسته النقدية تجاهها. وقد أظهر تحليل السياسة النقدية لهذه المرحلة أن البنك المركزي الأردني قد نجح في تحقيق الاستقرار النقدي، وإيجاد الأسس القوية لانطلاق النمو الاقتصادي بشكل كبير.

إن أهم نتائج هذه الدراسة أن البنك المركزي الأردني قد عمل بكفاءة عالية، وحقق الأهداف الأساسية التي أنشئ من أجلها عدا الفترة ١٩٨٥ – ١٩٨٩، وأن هذا الإخفاق يعود إلى التدخل الحكومي المفرط في سياسة البنك المركزي (عدم الاستقلالية).

٦. مأمون محمد مطالقة، ٢٠٠٤

عمدت هذه الدراسة إلى تقييم دور السياسة النقدية خلال فترة التصحيح الاقتصادي من خلال دراسة أثر أسعار الفائدة على شهادات الإيداع لأجل ثلاثة شهور على الاستقرار النقدي باستخدام اختبار رياضي مبسط، من خلال تقدير معادلتين للعرض والطلب (IS curves،Phillips) للاقتصاد الأردني اعتماداً على قاعدة تايلور.

وعند تحليل البيانات أظهرت النتائج عدم وجود معنوية إحصائية لأسعار الفائدة على شهادات الإيداع لأجل ثلاثة شهور (CDs) في التأثير على فجوة الناتج المحلي الإجمالي. وكذلك عدم وجود معنوية إحصائية لفجوة الناتج في التأثير على التضخم المتوقع، مما يُظهر بأن أسعار الفائدة على شهادات الإيداع لأجل ثلاثة شهور ليس لها تأثير على التضخم المتوقع، وبالتالي على الاستقرار النقدي في فترة تطبيق برامج التصحيح الاقتصادي. كما بينت الدراسة وجود استقرار نقدي خلال فترة تطبيق برامج التصحيح

الاقتصادي وذلك من خلال قياس معامل الاستقرار النقدي للفترتين، قبل وبعد تطبيق برامج التصحيح.

وعند تطبيق قاعدة تايلور على الاقتصاد الأردني بغرض تقييم فعالية السياسة النقدية خلال الفترة (١٩٩٣ – ٢٠٠٢) أظهرت النتائج بأن أسعار الفائدة على شهادات الإيداع الفعلية كانت حسب ما أوصت بها قاعدة تايلور خلال الفترة من الربع الثالث من عام ١٩٩٩ حتى الربع الأول من عام ٢٠٠١. اعتماداً على ذلك، يمكن وصف السياسة النقدية خلال تلك الفترة بأنها سياسة نقدية استمرارية وحصيفة، تستدعي الاهتمام من قبل القائمين على السياسة النقدية في البنك المركزي.

٧. حنان محمد خليل شكوكاني، ٢٠٠٥

في حين سعت هذه الدراسة إلى الوقوف على حقيقة كل من السياسة المالية والنقدية في التأثير على النمو الاقتصادي في الأردن، حيث تم تقدير علاقة كمية تربط بين النشاط الاقتصادي في الأردن والسياستين المالية والنقدية خلال الفترة (الربع الأول ١٩٧٦ – الربع الثاني ٢٠٠٤) باستخدام اختبار سانت لويس.

وقد تم تقسيم فترة الدراسة الكلية إلى فترتين فرعيتين: الأولى قبل عملية التصحيح الاقتصادي (الربع الأول ١٩٧٦ – الربع الرابع ١٩٨٨)، والثانية تغطي فترة التصحيح الاقتصادي (الربع الأول ١٩٨٩ – الربع الثاني ٢٠٠٤). وقد أظهر التقدير القياسي باستخدام طريقة المربعات الصغرى أن الأثر الفوري (قصير الأجل) والتراكمي الديناميكي (طويل الأجل) للسياسة النقدية خلال فترتي الدراسة أكبر وأقوى من نظيرهما للسياسة المالية، كما أنها أيضاً – السياسة النقدية – أكثر قدرة على التنبؤ بالتغيرات في النشاط الاقتصادي من السياسة المالية.

كما تبين من نتائج التقدير أن الفترة الزمنية التي تطلبتها السياسة المالية لإحداث أثرها على النشاط الاقتصادي خلال الفترة الفرعية الأولى أقصر نسبياً من تلك التي تطلبتها السياسة النقدية أما خلال الفترة الفرعية الثانية فقد فاقت سرعة السياسة النقدية سرعة السياسة المالية، كما وجد أيضاً أنه في الوقت الذي ازدادت فيه درجة استجابة النشاط الاقتصادي للتغيرات في السياسة النقدية خلال فترة التصحيح الاقتصادي قياساً بالفترة التي سبقت عملية التصحيح الاقتصادي، فإن درجة استجابة النشاط الاقتصادي للتغيرات في السياسة المالية بقيت خلال فترتي الدراسة شبه ثابتة تقريباً.

٨. جرينيد ومور Grenade and Moore، ٢٠٠٧

قامت هذه الدراسة باختبار فرضية تكافؤ سعر الفائدة بالنسبة لـدول شـرق البحـر الكاريبي والولايات المتحدة، وذلك في ظل ربط عملة هـذه الـدول الموحّـدة بالـدولار الأمريكي. وقد تم أخذ سلاسل زمنية تمثل الفرق بين معدل فائدة كل دولة من هذه الـدول ومعدل الفائدة الأمريكي، واختبارها باستخدام اختبارات الاستقرارية لمعرفة فيما إذا كـان هنالك تحرك مشترك ما بين سعر الفائدة المحلي لكل مـن هـذه الـدول معـدل الفائـدة الأمريكي، وذلك على المدى الطويل. أما بالنسبة لتكيف معدل الفائدة على المدى القـصير مع معدل الفائدة الأمريكي نتيجة لحدوث صدمة على الأخير، فقـد اسـتخدمت الدراسـة نموذج VAR لتشتق منه دالة الاستجابة لردة الفعل، وذلك كي تتمكن من معرفـة مقـدار حساسية معدلات الفائدة المحلية للأجنبية على المدى القصير.

وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة على تحقق نظرية تكافؤ معدل الفائـدة، أي وجـود تحرك مشترك بين معدلات الفائدة لأغلب هذه البلدان ومعدلات الفائدة الأمريكية، إضـافة إلى حساسية معدلات الفائدة في هذه البلدان للمعدلات الأمريكية على المدى القصير، وقـد عزت الدراسة عدم ظهور تحرك مشترك لقليل من الدول قيد الدراسة إلى احتمالية تـأثر معدلات الفائدة الخاصة بها ببعض العوامل أو الصدمات الخارجية بالنسبة إليها فقط.

١-٧ما يميز هذه الدراسة

تعتبر هذه الدراسة، وحسب علم الباحثة، الأولى من نوعها على مـستوى الاقتـصاد الأردني، حيث تناولت الكثير من الدراسات السابقة معدلات الفائدة في الأردن ومحدداتها، لكنها لم تلتفت إلى اختبار إمكانية وجود علاقة تحرك مشترك ما بين معدل الفائدة الأردني والأجنبي في ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي منذ العام ١٩٩٥. كمـا تعتبـر هذه الدراسة.

إضافة الى أن القسم الآخر من الدراسات قد ركز على السياسة النقديـة فـي الأردن وأهميتها وتأثيرها وتأثرها بعدد من المتغيرات الاقتصادية، إلا أنها لـم تنظـر للـسياسة النقدية من الجهة الأخرى التي تربطها بمعدل الصرف الثابت، ولم تأخذ بعين الاعتبار أثر ثبات سعر الصرف على استقلالية السياسة النقدية في الأردن.

١-٨ منهجية البحث

لتحقيق أهداف الدراسة فإننا سنستخدم الأسلوبين الوصفي والتحليلي الكمي، حيث سيتم استخدام الأسلوب الوصفي باستعراض دور البنك المركزي في الاقتصاد الأردني، ومـدى

أهمية السياسة النقدية وأدواتها وأهدافها، وكيفية إدارة البنك المركزي لهذه السياسة في ظل سعر صرف ثابت.

أما التحليل الكمي فسيقوم على أساس اختبار نظرية تكافؤ معـدل الفائـدة، أي مـدى وجود تحرك مشترك ما بين معدل الفائدة الأردني والأجنبـي (والممثَّـل بمعـدل الفائـدة الأمريكي)، وذلك باستخدام اختبار دكي- فولر الموسـع Augmented Dickey Fuller (ADF) الذي يختبر استقرارية (Stationarity) السلاسل الزمنيـة لمتغيـرات اختبـار الدراسة بالإضافة إلى استخدام اختبار KPSS الذي يقـوم أيـضاً باختبـار اسـتقرارية السلاسل الزمنية.

ومن ثم سيتم اللجوء إلى استخدام اختبارات التكاملية، خاصة إختبـار Augmented Engle-Granger (AEG) وذلك لإختبار وجود علاقة توازنيـة طويلـة الأجـل بـين المتغيرات محل الدراسة.

١-٩ مصادر البيانات

سيتم جمع البيانات من المصادر الثانوية المتمثلة في كتب ومراجع عربيـة وأجنبيـة، دوريات علمية محكمة، تقارير ونشرات البنك المركزي الـسنوية والـشهرية، ونـشرات صندوق النقد الدولي.

وسيتم أخذ سلسلة زمنية شهرية من (شهر كـانون الثـاني ١٩٩٥ – كـانون الثـاني ٢٠٠٨)، حيث ستمثل شهادات الإيـداع لثلاثـة أشـهر Certificates of Deposit 3months (CDs) معدل الفائدة المحلي، في حين سيكون لدينا سيناريوهين مختلفـين بالنسبة لمعدلات الفائدة الأمريكية، وذلك للتأكد من صحة نتائج هـذه الدراسـة، حيـث لا تكون النتيجة مرتبطة ببيانات معينة دون الأخرى. وستمثل شهادات الإيـداع الأمريكيـة لثلاثة أشهر Certificates of Deposit 3months (CDs) معدل الفائدة الأجنبـي في السيناريو الأول، وستمثل أذونات الخزينة الأمريكية معدل الفائدة الأجنبي في السيناريو الثاني.

الفصل الثاني

البنك المركزي، السياسة النقدية، معدل الفائدة وسعر الصرف

٢ - ١ تعريف البنك المركزي

يعتبر القطاع المصرفي أحد القطاعات الرائدة في الاقتصادات الحديثة، ليس فقط لدوره الهام في حشد وتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتمويل الاستثمار الذي يمثل عصب النشاط الاقتصادي، بل لكونه أصبح يمثل حلقة الاتصال الأكثر أهمية مع العالم الخارجي. فقد أصبح هذا القطاع، بفعل اتساعه وتشعب أنشطته، النافذة التي يطل منها العالم علينا، ونطل منها على العالم. وأصبح تطوره ومتانة أوضاعه معياراً للحكم على سلامة اقتصاداتنا وقدرتها على جذب رؤوس الأموال المحلية والخارجية. وإذا كان القطاع المصرفي واحداً من أهم القطاعات الاقتصادية، فإن البنك المركزي يمثل المحور الرئيس لهذا القطاع وزيادة قدرته على المنافسة والتطور، وذلك لما يقوم به من دور في إدارة السياسة النقدية والمصرفية، والحفاظ على الاستقرار النقدي وبالتالي إرساء أسس نمو اقتصادي قابل للاستمرار.

ويمكننا القول بأن البنك المركزي عبارة عن مؤسسة تغلب عليها الصبغة الحكومية وتؤدي دوراً استراتيجياً وقيادياً في النظام الاقتصادي. فالبنك المركزي أو بنك البنوك هو المسؤول الأول والأخير عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية وتحقيق الاستقرار النقدي في الاقتصاد. (الفرحان، ٢٠٠٢)، وهو الجهة الوحيدة في الدولة القادرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى نقدية والعكس، وهو مُصدِر ومدمّر ذلك النوع من أدوات الدفع التي تتمتع بالقدرة النهائية والإجبارية على الوفاء بالالتزامات والتي تمثل قمة السيولة. وهو ليس بنكاً أو مؤسسة عادية فمن ناحية مبدأ التدرج في الجهاز المصرفي، تحتل هذه المؤسسة مركز الصدارة وقمة هذا الجهاز (رشدي، ١٩٧٩).

وتتعدد مهام البنك المركزي وتختلف من دولة لأخرى، ولكنها تشمل عادة مهاماً واحدة مثل: صياغة وتنفيذ السياسة النقدية للدولة، وإصدار النقد (العملة الوطنية) ومراقبة الجهاز المصرفي، وإدارة احتياطي العملة الأجنبية والعمل كمصرف للحكومة وللمصارف التجارية العاملة في الدولة.

٢ - ٢ نشأة البنوك المركزية

تعتبر البنوك المركزية إحدى الظواهر الاقتصادية الحديثة نسبياً، حيث جاءت نشأتها متأخرة بعض الشيء عن نشأة البنوك التجارية التي ظهرت في الدول الأوروبية قبل

القرن السابع عشر. ففي بادئ الأمر، كانت البنوك التجارية تقوم بإصدار النقود وتقبل الودائع وتقدم القروض. ولكن إفراط بعض هذه البنوك وتوسعها في إصدار النقود أدى إلى حدوث أزمات مالية انعكست سلباً على الاقتصاد، الأمر الذي استدعى وجود مؤسسة تعنى بتنظيم النشاط المصرفي وتنظيم عملية إصدار النقود للتحكم بعرض النقد.

هذا وقد نادى الاقتصاديون النقديون أمثال ميلتون فريدمان وكارل برنر بالبنك المركزي كسلطة نقدية عليا تمتلك أدوات السياسة النقدية الكافية لمواجهة التضخم، وذلك من خلال عدة نقاط أهمها: أن التضخم يمكن أن يتأثر على المدى القصير بعدة عوامل، لكنه دائماً على المدى الطويل يتأثر بالنمو النقدي المفرط، وأنه يمكن للبنك المركزي ممارسة سيطرة كافية على النقود لمكافحة التضخم وذلك عن طريق احتكارها للعملة ولاحتياطي البنوك (Goodfriend, 2007).

وقد أملى ذلك تغيراً ملحوظاً في دور البنوك المركزية منذ أوائل الثمانينات، حيث أصبح دور البنك المركزي يتمركز من جديد حول إرساء سياسة نقدية سليمة ذات فاعلية عالية في تحقيق الاستقرار النقدي بالدرجة الأولى.

٢ - ٣ مفهوم السياسة النقدية

تعرَّف السياسة الاقتصادية للدولة بأنها التصرفات الفعلية التي تستخدمها في النشاط الاقتصادي للوصول إلى أهداف معينة، قد تكون قصيرة أو طويلة الأجل، مباشرة أو غير مباشرة. وتعد السياسة النقدية مكوناً رئيسياً للسياسة الاقتصادية، حيث يمكننا تعريفها على أنها التدخل غير المباشر للحكومة في النشاط الاقتصادي عن طريق البنك المركزي للدولة والتحكم في كمية النقود المتاحة للإنفاق في المجتمع الاقتصادي (جامع، ١٩٧٩)، كما تعرف على أنها تنظيم الكمية المعروضة من النقود (الدباغ وجومرد، ٢٠٠٣).

٢ - ٣ - ١ أنواع السياسات النقدية

١. **السياسة النقدية الانكماشية**: يهدف أساسا هذا النوع من السياسات النقدية إلى علاج الحالة التضخمية التي يعاني منها اقتصاد بلد ما وبالتالي فإن هدف السياسة النقدية تجاه التضخم هو الحد من خلق أدوات نقدية، أي الحد من خلق النقود وتخفيض المعروض النقدي وبالتالي يتم الحد من إنفاق الأفراد والمؤسسات على شراء السع والخدمات.

٢. **السياسة النقدية التوسعية**: تهدف في مجملها إلى علاج حالة الركود أو الإنكماش التي يمر بها الاقتصاد، وهنا تسعى السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي إلى زيادة المعروض النقدي وبالتالي زيادة الطلب على السلع والخدمات.

٢-٣-٢ أدوات السياسة النقدية

٢-٣-٢-١ الأدوات غير المباشرة

١. سياسة سعر الخصم

سعر الخصم هو عبارة عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي لقاء تقديم القروض وخصم الأوراق التجارية للبنوك التجارية. والقاعدة التي على أساسها تنفّذ هذه السياسة تقوم على أساس أن التغيرات في سعر الخصم غالباً ما تنعكس على أسعار الفائدة في سوق النقود مما ينعكس بدوره على طلب وعرض الائتمان.

وتعد سياسة سعر الخصم من أقدم الوسائل التقليدية التي استخدمتها البنوك المركزية في الرقابة الكمية على الائتمان، وأوفرها حظاً في التطبيق في القرن التاسع عشر، على الرغم من تراجع أسهمها حالياً كأداة من أدوات السياسة النقدية (حشيش، ٢٠٠٤).

٢. سياسة السوق المفتوحة

استُخدمت سياسة السوق المفتوحة من قِبل البنوك المركزية بعد الحرب العالمية الأولى. وتعني عمليات السوق المفتوحة إمكانية لجوء البنك المركزي إلى السوق النقدية بائعا أو مشتريا للأوراق المالية الحكومية (حشيش، ٢٠٠٤).

٣. سياسة تغيير نسبة الاحتياطي

يعرف الاحتياطي على أنه ما تودعه البنوك كنسبة من ودائعها لدى البنك المركزي دون أن تتقاضى عن ذلك أية فائدة، كما يقوم البنك المركزي بتحديد هذه النسبة بصفة إجبارية. ففي كل دول العالم يطلب من البنوك التجارية أن تحتفظ بجزء من سيولتها لدى البنك المركزي. وتأتي سياسة تغيير نسبة الاحتياطي كأداة لتحقيق الرقابة الكمية على الائتمان من الخصيصة التي يتمتع بها البنك المركزي باعتباره بنكاً للبنوك ويجب أن يحتفظ بجزء من الاحتياطي الخاص بالبنوك التجارية. ويحدد الحد الأدنى من الاحتياطي المطلوب من هذه البنوك بموجب القانون، وتُعطى الصلاحية للبنك المركزي لتغيير مقدار تلك النسبة.

٢-٣-٢-٢ الأدوات المباشرة

من أهم صور الأدوات المباشرة:

١. تقنين الائتمان Credit Rationing، بمعنى تحديد حجم الائتمان الموجـه إلـى قطاع معين، كما يحدث بالنسبة للائتمان الموجه نحو الاستهلاك.

٢. التسهيلات الائتمانية المباشرة Direct Credits، بمعنى توفير قدر معين مـن التسهيلات الائتمانية نحو قطاع معين.

٢-٣-٣ أهداف السياسة النقدية

يقوم البنك المركزي غالباً برسم وتنفيذ السياسة النقدية بغرض تحقيق أهداف اقتصادية معينة كتقليل معدلات التضخم أو البطالة، حيث يطلق على هذه الأهداف النهائية للسياسة النقدية مصطلح أهداف السياسة Policy Goals.

ويُشار إلى المتغيرات التي يستخدمها البنك المركزي لتحقيق هذه الأهـداف بـأدوات السياسة النقدية Policy Instruments، بينما يطلق على المتغيرات الأخرى التي تـرتبط بعلاقة وثيقة مع الأهداف النهائية للسياسة النقدية تعبير الأهداف الوسيطة Intermediate Target. (Walsh, 2000)

وتتمثل أهم أهداف السياسة النقدية فيما يلي:

١. تحقيق الاستقرار في الأسعار.

٢. المساهمة في تحقيق توازن في ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة.

٣. المساهمة في تحقيق هدف التوظيف الكامل: وتشترك في ذلك مع السياسة الماليـة وتقوم على زيادة عرض النقود في حالة البطالة والكساد لتزيد من الطلب الفعـال فيـزداد الاستثمار والتشغيل في الإقتصاد القومي.

٤. مكافحة التقلبات الدورية: من بين الأهداف الرئيسية هدف علاج التقلبات الدوريـة التي يتعرض لها الاقتصاد القومي من تضخم وانكماش والتخفيف من حدتها حتى لا يتأثر الاقتصاد الوطني لهزات عنيفة تنعكس سلبا على مستوى التوازن الاقتصادي العام.

٢-٤ مزايا وعيوب السياسة النقدية

٢-٤-١ مزايا السياسة النقدية

أ- وضوح أدواتها وسرعة تحديدها ووضعها موضع التنفيذ.

ب- قلة الإجراءات والقيود الزمنية، فيكفي إيعاز للبنك المركزي باتخاذ الإجراءات النقدية المناسبة لعلاج وضع المشكلة الاقتصادية القائمة ومن ثم تبدأ المراحل المختلفة لتحجيم المشكلة وتحديد الإجراءات الأكثر تأثيراً وتنفيذ ومتابعة هذه الإجراءات.

ت- تعتبر السياسة النقدية غير مباشرة وغير شخصية حيث أن للحكومة الرقابة النقدية ولا تتدخل في النشاط الاقتصادي أو في الشؤون الاقتصادية بصفة مباشرة.

ث- مرنة ويمكن تغييرها بسرعة وسهولة، فهي أكثر مرونة من أي وسيلة من وسائل السيطرة الحكومية التي تُفرض عن الطريق التشريعي (جامع، ١٩٧٩).

٢-٤-٢ عيوب السياسة النقدية

يعتبر التباطؤ الزمني والذي يقصد به تلك الفترة التي تقع بين وقت وقوع حدث ما ووقت تحقق الأثر الناجم عن هذا الحدث على وحدة اقتصادية ما من أهم عيوب السياسة النقدية.

٢-٥ استقلال البنك المركزي كسُلطة نقدية

٢-٥-١ مفهوم الاستقلالية

أصبح مفهوم الاستقلالية فيما يخص البنوك المركزية مطلباً تنادي به المؤسسات المالية الدولية والحكومات في الدول المتقدمة والنامية على حدٍّ سواء، لما لذلك من أثر في تحسين الأوضاع الاقتصادية على المدى الطويل.

ونقصد هنا باستقلالية المصرف المركزي: أن استقلالية الصيرفة المركزية مرتبطة باستقلالها في إدارة السياسة النقدية بعيداً عن تدخل السلطة التنفيذية بما لا يسمح بتسخير السياسة النقدية لتمويل العجز في الموازنة العامة، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع التضخم، وترتبط استقلالية البنك المركزي بطبيعة أهداف السياسة النقدية، فبقدر ما تكون ملتصقة بهدف استقرار الأسعار بقدر ما تكون مستقلة، وعندما يكلف بأهداف أخرى، فذلك يحد من استقلاليته.

وقد أدت التطورات الاقتصادية والمالية وخصوصاً في عقد السبعينات وجزء من عقد الثمانينات إلى ظهور أهمية استقلالية البنوك المركزية في بعض دول العالم، وكان من أهم الأسباب التي أدت إلى المناداة باستقلالية البنوك المركزية هي عدم فعالية وكفاءة السياسة النقدية خصوصاً في مجال مكافحة التضخم في بعض الدول نتيجة لتدخل الحكومة بدرجة كبيرة في رسم السياسة النقدية، فكلما كان البنك المركزي مستقلاً وبعيداً عن الضغوط

السياسية فإن السياسة النقدية التي يتبعها البنك المركزي في هذه الحالة سوف تؤدي إلــى انخفاض معدلات التضخم وتعمل على استقرار مستويات الاسعار.

٢-٥-٢ أهم معايير الاستقلالية

تكاد تتفق معظم الدراسات التي أجريت في موضوع استقلالية البنوك المركزية حــول مجموعة من المعايير، وإن كانت قد اختلفت في ترتيب هذه المعايير والوزن النسبي لكــل منها، وتجتمع أهم هذه المعايير حول عدة محاور رئيسة، منها: مدى سلطة وحرية البنــك المركزي في وضع وتنفيذ السياسة النقدية، ومدى حدود وجود خلاف بين البنك المركزي والحكومة بشأن هذه السياسة، ومدى التزام البنك المركزي بنمــو العجــز فــي الإنفــاق الحكومي، وكذلك مدى التزامه بشراء أدوات دين حكومية بشكل مباشر، ومــدى التزامــه بمنح تسهيلات للحكومة وهيئاتها ومؤسساتها. إضافةً إلى المكانة الخاصة لهدف المحافظة على استقرار الأسعار وقيمة العملة كهدف للسياسة النقدية، وما إذا كان هو الهدف الوحيد، أم هو الهدف الأول مع وجود أهداف أخرى، ومدى خضوع البنك المركــزي للمــساءلة والمحاسبة (دويدار والفولي، ٢٠٠٣).

٢-٦ سعر الصرف

تعتبر أسعار الصرف أداة الربط بين اقتصاد مفتوح وباقي اقتصادات العــالم، وفــي الوقت نفسه يلعب سعر الصرف دوراً بارزاً في قدرة الاقتصاد التنافسية وزيادة صــادراته إلى العالم الخارجي، وقدرته على استقطاب رأس المال الأجنبي، مما يؤثر إيجابــاً علــى الميزان التجاري وميزان المدفوعات، وعلى حيازة أصول أجنبية تموّل متطلبات التنميــة المحلية.

٢-٦-١ مفهوم سعر الصرف

نعني بسعر الصرف قيمة وحدة النقد المحلية مقدَّرة بوحدات النقد الأجنبية، أو العكس أي قيمة وحدة من العملة الأجنبية مقدرة بوحدات من العملة الوطنية. وبالتالي فإن من أهم ما يميز العلاقات النقدية المحلية عن الخارجية، سيادة عملة واحدة فــي الحالــة الأولــى، وتعدد العملات في الحالة الثانية، بذلك فإن نظام النقد الدولي وسعر الصرف مــا هــو إلاّ تحويل للقوة الشرائية من عملة دولة ما إلى عملة دولة أخرى.

٢-٦-٢ مراحل تطور أسعار الصرف عالميا

مرت أسعار صرف العملات الورقية في العالم بثلاث مراحل مهمة هي: (البقمي،٢٠٠٧)

أ- **مرحلة نظام الذهب**: ويعني ربط العملات بالذهب، فكل دولة تحدد قيمة عملتها بالذهب، وبناء عليه يحدد سعر صرفها مع العملات الأخرى. وكان هذا النظام سائدا حتى الثلاثينيات من القرن الماضي عندما أثرت أزمة الكساد الكبير في نظام الذهب مما أدى إلى انهياره، وظهور نظام سعر الصرف الثابت بعد نهاية الحرب العالمية الثانية.

ب- **مرحلة نظام سعر الصرف الثابت**: ظهر هذا النظام في مؤتمر "بريتون وودز" بالولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٤٤، حيث اتفق فيه على إنشاء نظام نقدي عالمي جديد، يعتمد على نظام سعر الصرف الثابت للعملات جميعها، وذلك بربط الدولار بالذهب بحيث يكون سعر صرفه ٣٥ دولارا للأوقية الواحدة، كما اتفق على جعل الدولار الأمريكي عملة رئيسة في العالم يتحدد على أساسها سعر صرف العملات الأخرى.

ج- **مرحلة فك الارتباط بين الدولار والذهب**: منذ فترة الستينيات من القرن الماضي، أخذ نظام "بريتون وودز" في الانهيار، وكان من أسباب انهياره، عدم كفاية الذهب الموجود في خزانة الولايات المتحدة الأمريكية لتلبية طلبات تحويل الدولار إلى ذهب، إضافة إلى ظهور قوى اقتصادية كبرى منافسة للولايات المتحدة الأمريكية مثل: ألمانيا الغربية، واليابان، حيث ضعف الدولار الأمريكي مقابل عملتي هاتين الدولتين، مما اضطر الرئيس الأمريكي الأسبق "نيكسون" إلى اتخاذ قرار في عام ١٩٧١ يقضي بوقف تحويل الدولار إلى ذهب، وتعويم سعر صرف الدولار، بمعنى جعله متغيرا خاضعا للعرض والطلب، وأصبحت كل دولة تختار الترتيبات الخاصة بنظام سعر الصرف الذي يلائم أوضاعها.

٢-٦-٣ العوامل التي تؤثر في سعر الصرف

يحكم سعر الصرف الحر قوانين العرض والطلب، فكلما زاد الطلب على العملة زاد سعر العملة، وكلما قل الطلب عليها قل سعرها، حيث تعتمد زيادة الطلب على العملة المحلية على وجود اقتصاد متنامي مع استقرار نسبي في الأسعار وتوفر خدمات وسلع ذات سعر تنافسي، وتوفر أدوات مالية مثل الأسهم والسندات ذات عائد مرتفع ومستوى منخفض في المخاطر، وارتفاع سعر الفائدة على العملة، إضافة إلى أن الإصلاحات

الاقتصادية في بلد ما قد تؤدي إلى جذب الاستثمارات الأجنبية. أما عرض العملة المحلية فإنه يعتمد بالدرجة الأولى على السياسات النقدية للدولة، حيث أن السلطات النقدية عادة تراقب النشاط الاقتصادي من أجل إبقاء عرض النقد عند مستوى يتناسب وحجم النشاط الاقتصادي، فمثلاً، زيادة عرض النقد يؤدي إلى زيادة التضخم، وانخفاض في سعر العملة وارتفاع بالأسعار، وبالمقابل فإن تخفيض عرض النقد يعني تباطؤ النمو الاقتصادي وارتفاع في حجم البطالة.

٢ - ٧ نظم سعر الصرف

في ظل اقتصادات تعتمد على العملة لا على المقايضة، فإننا نجد أنفسنا أمام ضرورة اختيار نظام صرف لهذه العملة للمساهمة في تحقيق الأهداف الاقتصادية المنشودة. وقد تطور نظام سعر الصرف في اتجاهين مختلفين منذ انهيار نظام بريتون وودز. حيث اتسم الاتجاه الأول بالمحافظة على استقرار أسعار الصرف ضمن تكتلات إقليمية كما في البلدان الأوروبية، بينما اتسم الاتجاه الآخر بالمرونة بين العملات الرئيسية. وتصنَّف نظم الصرف المتاحة والمطبقة عملياً في نمطين رئيسيين يشتمل كل منهما على عدد من الصيغ، هما: نظم ثابتة، نظم مرنة.

٢ - ٧ - ١ سعر الصرف الثابت

في ظل هذه الأنظمة يتم تثبيت سعر صرف العملة مقابل عملة أو سلة من العملات الأجنبية بسعر صرف ثابت أو متحرك ضمن هوامش معينة، وذلك بهدف التقليل من درجة المخاطرة وعدم التأكد.

وفيما يلي أهم ترتيبات سعر الصرف الثابت:

١. التثبيت إلى عملة واحدة: يستخدم هذا النظام بكثرة من قبل الدول الصغيرة وخاصة النامية منها وذلك لما يتميز به هذا النظام من مواصفات معينة كالقوة والاستقرار، وفي هذا الإطار تعمل الاقتصادات على تثبيت عملاتها نسبةً إلى تلك العملة بناءً على قوة الأخيرة في سبيل تقليل المخاطر المتعلقة بالتجارة أو الاستثمار.

٢. التثبيت إلى سلة حقوق السحب الخاصة: ظهر ما يسمى بحقوق السحب الخاصة SDRs والتي هي عبارة عن قيود دفترية تسجل للدول الأعضاء في حساباتها لدى صندوق النقد الدولي بناء على الحصص المتفق عليها ، وتقوم الدول باستخدام هذه الحقوق لمواجهة الاختلالات في موازين مدفوعاتها. وفي الواقع فإن العملات والأوزان

التي تتكون منها سلة حقوق السحب الخاصة تتغير كل خمس سنوات اعتماداً على الأهمية النسبية لعملة البلدان الأعضاء في التجارة الدولية، مما يدل على مرونة سلة حقوق السحب الخاصة. وتحدد قيمة حقوق السحب الخاصة باستعمال سلة من العملات وتراجع هذه السلة كل خمس سنوات للتأكد من أن العملات الداخلة في السلة هي المستعملة في المبادلات الدولية وأن قيمها وأوزانها تعكس أهمية هذه العملات في الأنظمة المالية والتجارية. وتغير طريقة اختيار العملات في السلة وكذلك الأوزان المعتمدة لكل عملة كل خمس سنوات. وطبقا لهذه الشروط لا بد أن يتأكد صندوق النقد الدولي بأن العملة المستخدمة في السلة تستعمل بكل حرية ولا قيود على استعمالها بمعني أنها واسعة الاستعمال في المبادلات الدولية والمدفوعات بين الدول وأنها تسوق في أسواق العملات الدولية المختلفة (البورصات المالية المختلفة). ويرتكز الوزن أو النسبة المئوية المنسوبة لكل عملة في سلة حقوق السحب الخاصة علي قيم الصادرات من السلع والخدمات للأعضاء أو الاتحادات النقدية وعلى مبالغ الاحتياطيات من العملات المختلفة التي يحتفظ بها الأعضاء الآخرون في صندوق النقد الدولي وعلى أهمية كل عملة ودورها في التجارة الدولية وفي المعاملات المالية. وقد كانت آخر مرة تم فيها تقويم حقوق السحب الخاصة هي العام ٢٠٠٦. وتسري هذه المدة حتى عام ٢٠١٠. وطبقا لهذا التقويم تصل مساهمة الدولار في السلة إلى ٤٤% مقابل ٣٤% لليورو و١١% للين الياباني و١١% للجنيه الإسترليني (الجزيرة، ٢٠٠٩).

٣. التثبيت إلى سلة خاصة من العملات: نظام سلة العملات هو نظام بمقتضاه يتم تحديد معدل صرف العملة استنادا إلى مجموعة من العملات التي يتم انتقاؤها من قبل البنك المركزي (والتي ستشكل السلة)، وغالبا ما يتم انتقاء هذه العملات على أساس كثافة التجارة البينية بين الدولة والدول صاحبة هذه العملات، حيث يقوم البنك المركزي بترتيب الدول الشركاء في التجارة مع الدولة حسب أهميتها (أي بحسب نسبة إجمالي الواردات والصادرات من والى هذه الدولة إلى إجمالي التجارة الخارجية للدولة)، ثم يعطى لكل عملة من عملات أهم الدول وزنا في تحديد معدل الصرف بين العملة وعملات هذه الدول.

http://www.aljazeera.net/NR/exeres/60017D7F-802A-4394-B402-135A7A288BF4.htm - #

٢-٧-٢ سعر الصرف المرن

تتميز هذه الأنظمة بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير منها (الصادق وآخرون، ١٩٩٧):

١. المؤشرات: قد تعدل بعض الاقتصادات أسعار صرفها تلقائياً استناداً إلى مؤشرات مختارة مثل تطور سعر الصرف الحقيقي الفعال باعتباره نوع من نظم سعر الصرف المرن.

٢. التعويم المُدار: ضمن هذا النظام المتطور تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب، وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات.

٣. التعويم الحر: هو وضع يسمح بموجبه لقيمة العملات أن تتغير صعوداً وهبوطاً حسب السوق، ويسمح التعويم للسياسات الاقتصادية الأخرى بالتحرر من قيود سعر الصرف.

٢-٨ مزايا وعيوب سعر الصرف الثابت

٢-٨-١ مزايا سعر الصرف الثابت

١. "من الحكمة أن تعوم عملات الدول الصناعية وتثبت عملات الدول النامية، أي أن على الدول النامية أن تختار دولة متقدمة صناعياً كشريك لها وترتبط معها بعلاقة نقدية ثابتة" (آرثر لويس). قد يعتبر اختيار نظام سعر صرف ثابت في البلدان العربية التي تعاني من قصور في سياساتها الاقتصادية أو عندما يكون النظام المالي غير متطور إلى الحد الذي لا يسمح بممارسة سياسة السوق النقدية ميزة إيجابية لها، فقد تفقد الدولة زمام السياسة النقدية في ظل سعر صرف ثابت، ولكن تكلفة فقدان استقلالية هذه السياسة قد تكون أقل من خسارتها جراء اتباعها نظام صرف مرن. وتبعاً لذلك فقد اعترفت الكثير من البلدان بأن فوائد الاعتماد على السياسة النقدية لبلد مثل الولايات المتحدة أكبر بكثير من سعيها للحصول على سياسة نقدية خاصة بها (Karam, 2001).

٢. إن الميزة الأساسية التي يتميز بها نظام سعر الصرف الثابت هي تلك الميزة الناشئة عن الحد من حالة عدم الثقة في العلاقة بين بلد ما وبقية بلاد العالم. فمن المفترض أن الرابطة التي تتسم بقدر أقل من عدم الثقة مع الدول الأخرى، يفترض أن تتمخض عن تجارة

أكثر قوة وتدفقات استثمارية أكبر، ذلك لأن العوائد والتكاليف الناشــئة عــن العمليــات التجارية الدولية التي ينفذها وكلاء محليون، والعائد للأجانب على استثمار أموالهم فــي هذا البلد، غير معرض لمخاطر العملة (كويفاس وورنر، ٢٠٠٣).

٢-٨-٢ عيوب سعر الصرف الثابت

١. إن استخدام سعر الصرف الثابت كأداة تحقق الاستقرار في معدلات التــضخم يمكــن أن توقع الدولة في "مصيدة"، والذي بموجبه يمكن أن يقدم النظام الثابت في البداية مكاســب على صعيد مكافحة التضخم، ولكن النتائج في نهاية المطاف ستسفر عن خسائر جمَّة في الرفاه الاقتصادي، جرّاء التعرض لصدمة سلبية حقيقية. وهذا ما يمكن التعبير عنه "بأن نظام سعر الصرف الثابت يزرع بذور زواله"(Aizenman, 2005).

٢. في ظل نظام سعر الصرف الثابت فإن سعر الفائدة المحلي لن يكون حراً، بل ســيقترب من سعر الفائدة الخاص بالدولة التي نربط عملتنا بها، وبالتالي فإن سعر الفائدة ســيكون أكثر حساسية للتغيرات الدولية في سعر الفائدة (Frankel et al, 2002).

٣. عدم فعالية السياسة النقدية لأن الهدف الأول للسلطات هو الحفاظ على سعر الــصرف، حيث أثبتت الدراسات أن سيطرة السياسة النقدية وأدواتها التي تتــأثر بــسعر الــصرف مباشرةً لن تعمل بشكل جيد في سبيل استقرار التضخم أو الإنتاج الحقيقي، إن لم تــؤدي في بعض الأحيان إلى حال أسوأ(Taylor, 2001) .

٢-٩ مزايا وعيوب سعر الصرف المرن

٢-٩-١ مزايا سعر الصرف المرن

١. تشير النظرية الاقتصادية إلى أن السياسات الكلية، كمرونة سعر الــصرف، يمكــن أن تساعد في تحجيم الآثار السلبية الاقتصادية الناجمة عن أي صدمة خارجية حتــى ولــو كانت ناجمة عن تغير المناخ. حيث يميل التكيف مع الصدمة السلبية إلى استغراق وقــت أطول في نظام سعر الصرف الثابت (آفاق الاقتصاد العالمي، ٢٠٠٨)، وهنا تتمثل أهــم مزايا سعر الصرف المرن في قدرة الدولة على أن تتكيف مع الــصدمات وأن تتفاعــل معها. فسعر الصرف المرن يمكنه امتصاص بعض أثار الصدمات الخارجية التي لولاه لانتقلت بكاملها إلى الاقتصاد الحقيقي أو إلى بعض قطاعاته. ويمكن بشكل نمطي تخفيف أثر صدمة الطلب الخارجي المعاكس على النشاط الــداخلي بفعــل الآثــار التحويليــة للمصروفات الناشئة عن تخفيض قيمة العملة. والأهم من ذلك أنه في ظل نظــام ســعر

صرف مرن، تظل السياسة النقدية رهنا لرغبات السلطات التي يمكنها أن تستغلها للتعامل مع الصدمات الخارجية منها والداخلية على حد سواء. إن قيمة القدرة على اتباع سياسة نقدية مستقلة تزداد ارتفاعاً بزيادة تنوع الصدمات التي يمكن أن تعترض الدول (كويفاس وورنر، ٢٠٠٣).

٢-٩-٢ عيوب سعر الصرف المرن

١. إن سعر الصرف المرن قد يزيد من حالة عدم التأكد بالنسبة للمستثمر الأجنبي، وبالتالي قد يقلل من رغبة المستثمر في المخاطرة.

٢. إن مسار سعر الصرف المستقبلي يكتنفه الغموض وبالتالي يؤدي إلى خلق مصاعب لعملية التخطيط والنشاط الاقتصادي، ويمكن تفادي ذلك من خلال التحوط باستخدام المشتقات، إلاّ أن ذلك ينطوي عليه كلفة.

٢-٩-٣ اختيار نظام الصرف

وسَّع كل من Mundell 1963 و Fleming 1962 تحليل فريدمان Friedman 1953 الذي رأى أن مرونة سعر الصرف له ميزة الاستقلال النقدي والحماية من الصدمات الحقيقية، وقد وسعاهُ في ظل وجود عالم من حرية حركة رأس المال، حيث أرجعا الاختيار بين نوع سعر الصرف المرن أو الثابت بناء على مصادر الصدمات، حقيقية كانت أم إسمية، ودرجة حركة رأس المال.

وقد أدى اختبار Mundell-Fleming إلى تطورين هامين في نظرية اختيار نظام سعر الصرف: الثلاثية المستحيلة؛ ومنطقة العملة المثلى. ووفقا للثلاثية المستحيلة، لا تستطيع البلدان أن تختار سوى اثنين فقط من ثلاث نتائج ممكنة: أسواق رأس المال المفتوحة، والاستقلال النقدي، وأسعار الصرف المربوطة. ففي ظل الانفتاح الاقتصادي القائم حالياً فقد أصبحت حرية تنقل رأس المال من المسلمات وليست خياراً، وبالتالي فلن نخطئ إن قلنا أن الثلاثية المستحيلة قد انكمشت إلى ثنائية مستحيلة، تتعلق باستحالة الجمع بين سعر صرف ثابت واستقلالية نقدية.

وتعرف منطقة العملة المثلى على أنها منطقة من الأمثل أن تكون لها عملة واحدة وسياسة نقدية واحدة. واستخدم هذا المفهوم لوضع المعايير لإنشاء اتحاد نقدي يتسم بأسعار صرف جامدة تماما بين أعضائه الذين يتبنون سياسة نقدية مشتركة. وتضمنت المعايير التي وضعها McKinnon (1963)، Kenen (1969)، Mundell

(1961) لإيجاد منطقة عملة مثلى مثل أوروبا: تماثل الصدمات في الدول الأعضاء، ودرجة الانفتاح، ودرجة حركة اليد العاملة، والقدرة على إجراء التحويلات المالية، ومن هنا فقد يبدو الخيار أنه بين سعر صرف مرن وثابت، لكنه في الحقيقة خيار بين الاستقرار النقدي واستقرار سعر الصرف (بوردو، ٢٠٠٣).

٢-٩-٤ العوامل المؤثرة في اختيار نظام سعر الصرف

تتضمن العديد من الدراسات النظرية كثيراً من الإرشادات، حول كيفية اختيار نظام سعر الصرف، والمعيار الأساسي لاختيار النظام هو تخفيض تكلفة التكيف مع الصدمات الخارجية، ولذلك فإن طبيعة وحجم الصدمات المرجح أن يتعرض لها الاقتصاد، فضلاً على الخصائص الهيكلية التي تتميز بها أسواق السلع والعمل والسوق المالية فيه، تمثل اعتبارات مهمة في اختيار نظام سعر الصرف. ويضم الجدول رقم (١) بعض العوامل المؤثرة في اختيار نظام سعر الصرف لأي دولة، فعلى سبيل المثال قد يكون من المجدي للاقتصادات الصغيرة التي لا تمتلك نظام نقدي متطور والتي تبحث عن جذب المدخرين والمستثمرين اتباع نظام سعر صرف ثابت يؤمن لها على الأقل الثقة بعملتها المحلية. كما أن الدول التي تمتلك سوق مالي حقيقي متطور يسمح لها باستخدام سياساتها الاقتصادية بشكل عام والنقدية بشكل خاص بفعالية وكفاءة، قد تتبع نظام سعر الصرف المرن، والذي يتيح لها استقلالية نقدية أكبر. ومن جهة أخرى فقد يكون لنوع الصدمة علاقة باختيار نظام سعر الصرف المتبع، فعندما تكون الصدمات حقيقية تنشأ عن تغيرات في معدلات التبادل التجاري أو تغيرات في الطلب على الصادرات، أو عن التغيرات المناخية الصعبة فإنه من الأفضل اتباع نظام مرن يتيح لنا التكيف مع الصدمة بسرعة أكبر وبتكاليف أقل. أما عندما تكون الصدمات إسمية تنشأ عن تغيرات في النظام النقدي والمالي الداخلي أو عن عدم استقرار الطلب على النقود الذي يظهر على هيئة تغيرات في مدى الإقبال على حيازة العملة المحلية فإن اتباع سياسات نظام ثابت لسعر الصرف سيكون كفيلاً بإعادة الثقة للعملة الوطنية مجدداً، بينما سيكون نظام سعر الصرف المرن أكثر جدوى إن كان مصدر الصدمة الإسمية خارجياً، لأنه في حالة ربط العملة المحلية بعملة لا تملك الثقة الكافية فإن ذلك سيورث عدم الثقة للعملة المحلية.

جدول رقم (١)

العوامل المؤثرة في اختيار نظام سعر الصرف*

هيكل الاقتصاد والأهداف المنشودة	نظام سعر الصرف
معدل التضخم المرتفع	ثابت أو مرن
مستوى منخفض من الاحتياطيات	مرن
اقتصاد صغير	ثابت
الانفتاح الاقتصادي	ثابت
درجة التطور المالي	مرن
حرية حركة رأس المال	مرن
الصدمات الإسمية الخارجية	مرن
الصدمات الإسمية الداخلية	ثابت
الصدمات الحقيقية الخارجية أو الداخلية	مرن

(Karam , 2001) *

٢-١٠ سعر الفائدة

٢-١٠-١ مفهوم سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة أحد أهم العناصر المؤثرة في الاقتصاد حيث يتحرك هذا السعر ليحقق التوازن في أسواق السلع والخدمات ما بين مستويات الطلب الكلي والعرض الكلي إلى جانب تحقيقه للتوازن في السوق المالي ما بين عرض الأصول القابلة للإقراض (الادخار) والطلب عليها (الاستثمار).

ومن الناحية النظرية، تعرف الفائدة على أنها التعويض الذي يحصل عليه الفرد (المدخر) لقاء عدم استخدامه لأمواله في استهلاك آني وتأجيل ذلك لفترة لاحقة. ومقدار التعويض هذا هو نفس المبلغ الذي يكون فرد آخر (المقترض) مستعداً لدفعه لحيازة المال الذي سيمكنه من استهلاكه وصرفه آنيا في أي وجه يرغب به.

وسعر الفائدة الذي نتحدث عنه باستـــمرار في السوق والبنك وأي مكان آخر، هو سعر الفائدة الإسمي، والذي في حال طرح معدل التضخم منه، يعطينا سعر الفائدة الحقيقي. ولهذا، كان معدل التضخم من أهم العناصر المؤثرة في سعر الفائدة، حيث يرغب المدخرون دائما في الحصول على سعر فائدة يزيد عن معدل التضخم تجنبا لتآكل

مدخراتهم وتدني قيمتها الشرائية. ولهذا السبب نجد أن السلطات النقدية تركز دائماً على السيطرة على التضخم من أجل تحقيق عدد من الأهداف منها المحافظة على قيمة المدخرات وقدرتها الشرائية.

هذا، ويتأثر سعر الفائدة على المدى القصير بالسياسة النقدية، في حين يكون على المدى الطويل متوقفا على السياسات الاقتصادية الكلية والعجز المالي المتوقع. وفي هذه الحالة، يمكن التأثير على أسعار الفائدة لأسفل من خلال التأثير على معدلات التضخم وخفضها باستعمال مناسب للسياستين المالية والنقدية.

٢-١٠- ٢ معدل الفائدة وسعر الصرف

إن العلاقة بين معدلات الفائدة وتقلبات أسعار صرف العملات علاقة وثيقة تؤثر مباشرة في حجم عائد الاستثمار الفعلي والمتوقع. وعند مراجعة العوامل الاقتصادية التي تؤثر في اتخاذ قرار القيام بالاستثمارات نجدها تتمثل أساسا في كيفية تمويل المشروع (بطريقة ذاتية أو بواسطة القروض). فإذا كان التمويل عن طريق القروض فلا بد من معرفة سعر الفائدة من ناحية ومقدار عوائد هذه الاستثمارات ونسبتها إلى مجموع الإنفاق الاستثماري من ناحية أخرى، وذلك بهدف مقارنتها بالفرص البديلة للاستثمار. فالقرارات الاقتصادية التي يصدرها المستثمر تتحدد دائما بعد مقارنة بين التكلفة التي يتحملها والعائد الذي يتوقعه. فإن زادت التكلفة أحجم المستثمر عن القيام بالاستثمار والعكس صحيح. والتكلفة التي يتحملها المستثمر تتمثل في سعر الفائدة المصرفية الذي يدفعه لأصحاب رأس المال. كما يلعب سعر صرف العملة دوراً بارزاً ليس في الصفقات التجارية الدولية فحسب، بل في التمويل والاستثمارات الخارجية أيضاً.

ومع ارتفاع العائد المتوقع (الفائدة) للأرصدة النقدية في الخارج، فإن الأثر المباشر هو دعم سعر صرف العملة المودع بها (المستثمر فيها). وهكذا يمكن القول، أنه إذا ما ازداد الفارق في سعر الفائدة (الحقيقي) في أمريكا مثلاً، فإن قيمة الدولار سترتفع، وهكذا يتدفق رأس المال إلى أمريكا، بهدف الاستفادة من فرق معدل الفائدة المرتفع. ويحصل العكس إذا كانت دولة ما تعانى من حالة كساد وتدنٍ فى معدلات النمو الاقتصادي- الأمر الذي يؤثر على الوضع الاقتصادي والمالي للبلاد - فإن الاتجاه لتخفيض سعر الصرف يساعد على تنشيط الاقتصاد الوطني والعالمي، ومن ثم تخفيض معدلات الفائدة وتقليص الفرق بين الموازين التجارية للدول المتعاملة. وهكذا فإن انخفاض معدلات الفائدة وأسعار الصرف للعملة الوطنية يشكل إحدى الوسائل لتنشيط الاقتصاد المحلى والدولي والتخلص

من حلقة الكساد ولو مرحليا.

علماً بأنه إذا انخفضت معدلات الفائدة على عملة دولية كالدولار فإن الفائدة تتجه للانخفاض بالنسبة للعملات الدولية الأخرى. أما إذا كان الاقتصاد الوطني (الأمريكي مثلا) يعانى من ارتفاع حاد في مستويات الأسعار - الطلب النقدي أكبر من العرض السلعي - فإن الواردات الأمريكية من الخارج سوف تزداد بعكس الصادرات التي تقلص. ومع زيادة الواردات وزيادة عرض العملة (الدولار) في الأسواق العالمية ينخفض سعر صرف الدولار مقارنة بأسعار صرف العملات الدولية الأخرى. وتلجأ الدولة إلى رفع أسعار الفائدة المصرفية لكبح جماح التضخم ولتشجيع الادخار المحلي وتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للداخل. وهكذا يرتفع سعر صرف العملة المحلية من جديد.

الفصل الثالث

البنك المركزي الأردني وتطور أسعار الفائدة في ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي

٣-١ البنك المركزي الأردني

٣-١-١ تأسيس البنك المركزي الأردني

قبل أن يباشر البنك المركزي واجباته ومسؤولياته في ١ أكتوبر/ تشرين الأول ١٩٦٤، كانت هناك وظيفتان من وظائف البنوك المركزية قيد الممارسة الفعلية في الأردن، أولاهما وظيفة إصدار النقد وتنظيمه من خلال مجلس النقد الأردني، وثانيتهما الرقابة على التعامل بالعملات الأجنبية من خلال دائرة رقابة العملة الأجنبية التابعة لوزارة المالية. ولكن ممارسة الأردن لهاتين الوظيفتين الجزئيتين من خلال جهازين متباعدين لم تكن ممارسة قابلة للاستمرار قياساً لما عليه البنوك المركزية المعاصرة من شمول كنقيض للجزئية، ومن تخطيط واع وهادف ومنسَّق كنقيض للأداء الآلي والتباعد وعدم التنسيق.

٣-١-٢ مهام البنك المركزي الأردني وأهدافه

قد تتشابه المهام التي تقوم بها البنوك المركزية في معظم بلدان العالم ولكن الواضح أن درجة تطبيق هذه المهام تختلف من بيئة اقتصادية لأخرى، ويمكننا أن نجمل المهام التي يقوم بها البنك المركزي الأردني بإصدار أوراق النقد والمسكوكات في المملكة وتنظيمه، والحفاظ على الاستقرار النقدي في المملكة، إضافة إلى ضمان قابلية تحويل الدينار الأردني، وإدارة احتياطيات البنوك بما يتلائم ومتطلبات تمويل النشاط الاقتصادي، كما يسعى البنك المركزي إلى تعزيز سلامة ومنعة مؤسسات الجهاز المصرفي من خلال تبني أساليب رقابية فعالة وفقا لأحدث المعايير الدولية المطبقة.

٣-٢ لمحة تاريخية عن سياسة سعر الصرف في الأردن

إن الدول ذات الإقتصادات المنفتحة، والتي لها أسواق مالية متكاملة مع الأسواق المالية العالمية، قد يكون من المناسب لها اتباع نظام سعر الصرف المرن، أما الدول ذات الإقتصاديات الصغيرة التي لا تتوافر لها مثل تلك الأسواق فغالبا ما تتبع نظام سعر الصرف الثابت، إما لعملة واحدة أو لسلة من العملات. وهو ما نجده في العديد من الدول النامية المتبعة لسياسة التثبيت.

وتصنف نظم الصرف المتبعة في الدول العربية في فئتين:

- **الفئة الأولى**: تشمل الدول التي تتبع نظم أسعار الصرف المربوطة، حيث ترتكز هذه النظم على ربط العملة المحلية بعملة واحدة، أو بحقوق السحب الخاصة أو بسلة من العملات.
- **الفئة الثانية**: تشمل الدول التي تتبع نظم أسعار الصرف المرنة، حيث ترتكز هذه النظم على تعويم العملة.

وبموجب هذا التصنيف، تدرج معظم الدول العربية ضمن الفئة الأولى، حيث تتبع اثنا عشرة دولة نظم أسعار الصرف المربوطة، وكان الأردن من بين هذه الدول التي ربطت عملتها المحلية بالدولار (سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية، ١٩٩٧).

وقد تطورت سياسة سعر الصرف في الأردن على النحو التالي: (الرفاعي، ٢٠٠٠)

٣-٢-١ سعر صرف الدينار الأردني للفترة ١٩٤٦ـــ ١٩٦٣

كان النقد المتداول في الأردن من خلال عهد الامبراطورية العثمانية هو الليرة التركية العثمانية، والذهب والقطع المعدنية الأخرى كالمجيدي والبيشلي والمتليك وغيرها. وبعد انحسار الحكم العثماني ومجيء الانتداب البريطاني أسس الإنجليز مجلس النقد الفلسطيني الذي أصدر أوراق النقد الفلسطينية لاستعمالها في فلسطين وشرق الأردن. وبعد سيطرة الاحتلال اليهودي على الجزء الأعظم من فلسطين عام ١٩٤٨ بقي الجنيه الفلسطيني وحدة النقد المتداولة حتى صدور القانون المؤقت للنقد الأردني رقم ٣٥ لسنة ١٩٤٩ والذي بموجبه تم تشكيل مجلس النقد الأردني الذي أمسى السلطة الوحيدة المخولة بإصدار أوراق النقد والمسكوكات في الأردن، وأصبح الدينار الأردني وحدة النقد المتداولة في المملكة.

ولما كان الأردن عضواً في المنطقة الاسترلينية في ذلك الوقت، كان مجلس النقد الأردني ملزما بالاحتفاظ بموجودات استرلينية كغطاء للدينار بنسبة لا تقل عن ١٠٠% من قيمة النقد المتداول بحيث يصبح النقد المصدر قابلا للدفع بالاسترليني طبقا لقاعدة التبادل بالاسترليني. وقد كان سعر التعادل بين الجنيه الاسترليني والدينار الأردني دينار واحد يعادل جنيها استرلينيا واحدا. وقد بقي سعر التعادل هذا ثابتا حتى عام ١٩٥٦. ومنذ عام ١٩٥٦ وحتى ١٩٦١ بدأت مرحلة نقدية جديدة في الأردن استخدم فيها سعر صرف مزدوج للدينار الأردني، حيث قامت الحكومة عام ١٩٥٦ بإيجاد سعرين لصرف الدينار الأردني: سعر صرف حر للمستوردات من الدول العربية والمستوردات غير الضرورية،

وسعر صرف رسمي للمستوردات من بقية دول العالم وللمستوردات الضرورية.

٣-٢-٢ سعر صرف الدينار الأردني للفترة ١٩٦٤ـــ١٥ تشرين أول ١٩٨٨

بقي الدينار الأردني مثبتا مقابل الجنيه الاسترليني حتى عام ١٩٦٧، حيث اتخذت الحكومة البريطانية قرارا بتخفيض الجنيه الذي ترتب عليه تخفيض مماثل تقريبا في قيمة الدينار الأردني. ونتيجة لذلك قام البنك المركزي الأردني بوقف تثبيت الدينار بالجنيه الاسترليني وتم ربطه بالدولار الأمريكي والذهب بما يعادل دينار أردني واحد مقابل ٨،٢ دولار أمريكي.

وفي محاولة لتجنب تقلبات قيمة العملات الرئيسية العالمية قام الأردن بربط الدينار بسلة من العملات، وأصبح سعر صرفه يتحدد على أساس مرجح لأسعار صرف مجموع العملات الداخلة في تكوين تلك السلة (سلة حقوق السحب الخاصة).

٣-٢-٣ سعر صرف الدينار الأردني من ١٩٨٨/١٠/١٥ حتى ١٩٩٥

بعد أن انخفضت موارد المملكة من العملات الأجنبية خلال الفترة (١٩٨٦-١٩٨٨) جرّاء تناقص المساعدات الرسمية وحوالات العاملين وساد الركود الاقتصادي الذي أدى إلى أزمة الدينار الأردني عام ١٩٨٨، فإنه قد تم تعويم سعر صرف الدينار الأردني بتاريخ ١٩٨٨/١٠/١٥ لتحقيق قدر أكبر من التوازن بين قوى العرض والطلب وبما يضمن تلبية احتياجات البلاد من العملات الأجنبية في ظل المتوفر من هذه العملات. وفي ظل الأوضاع التي سادت البلاد عقب تنفيذ سياسة التعويم المدار، والتي تمثلت في خروج رأس المال وخاصة عن طريق الصرافين والتي أثرت على الثقة بالدينار.

وقد تكاتفت مجموعة من العوامل التي أدت إلى أزمة الدينار الأردني، التي نتج عنها انخفاض سعر صرف الدينار بصورة حادة بفترة زمنية قصيرة نسبياً، ومن هذه العوامل:

١. جمود القدرات الإنتاجية والتصديرية والناشئة عن حماية المنتجات المحلية .
٢. إرتفاع سعر صرف الدينار لفترات طويلة الأمر الذي قلل من القدرات التنافسية للمنتجات المحلية .
٣. المحافظة على القوة الشرائية للدينار ودعم المستهلك مما ساهم في زيادة كمية المستوردات .

٤. جمود السياسات الأخرى مثل سياسات أسعار الفائدة .

وعلى الرغم من الإجراءات المتعددة التي اتخذها البنك المركزي من تشرين أول ١٩٨٨ حتى شباط ١٩٨٩، والتي رافقت سياسة التعويم المدار والتثبيت أمام الدولار، إلا أنه اتضح للبنك المركزي أن هاتين السياستين لا تمثلان خياراً مناسباً ولم تُثبت جدواهما، لذا قرر البنك المركزي في نهاية شهر أيار ١٩٨٩ انتهاج سياسة جديدة تضمنت تجنب حالة عدم التأكد والاستقرار لنظام التعويم وكذلك تجنب جمود ربط الدينار بسعر ثابت مع الدولار الأمريكي.

وتتلخص معالم السياسة الجديدة لسعر صرف الدينار بربطه بسلة من العملات الأجنبية الرئيسية التي تقيّم بها وحدة حقوق السحب الخاص مع إعطاء كل عملة من هذه العملات وزناً يتناسب مع أهمية تلك العملة في العلاقات التجارية للأردن مع العالم الخارجي.

على الرغم من تبني البنك المركزي لتلك السياسة الجديدة، إلا أن المرحلة اللاحقة قد شهدت تفاوتاً ما بين السعر الرسمي والسعر المحدد في الأسواق الموازية الأمر الذي ترتب عليه تدخل البنك المركزي مع بداية شهر تموز ١٩٨٩ في سوق العملات الأجنبية بهدف التأثير على سعر صرف الدينار وذلك من خلال بيع العملات الأجنبية للبنوك والشركات المالية لتلبية حاجات المواطنين الأساسية وفقاً للسعر المعلن من قِبَل البنك، كما قام البنك المركزي اعتباراً من ١٩٨٩/٨/٦ ببيع مبالغ متفرقة من العملات الأجنبية من حين لآخر للبنوك والشركات المالية لتلبية احتياجات عملائها المشروعة الأخرى وفقاً لسعر مقارب لسعر السوق الموازي، وبانتهاجه لهذه السياسة تمكن البنك المركزي من إعادة الاستقرار لسعر الصرف والعودة للعمل بسعر صرف موحد اعتباراً من ١٩٩٠/٢/١٧.

ومنذ أواخر عام ١٩٨٨ وحتى انتهاء مرحلة السعرين الرسمي والموازي للدولار في شباط ١٩٩٠ خسر الدينار الأردني نصف قيمته تقريباً أمام الدولار. ومثلت هذه الفترة مرحلة الأزمة في الأوضاع الاقتصادية وفي سعر صرف الدينار الأردني.

ولتحقيق أكبر درجة من الاستقرار لسعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي تحول البنك المركزي ابتداءً من ١٩٩٥/١٠/٢٣ إلى انتهاج سياسة ربط الدينار بالدولار الأمريكي، والذي تحدد بموجبه سعر صرف الدينار تجاه الدولار بسعر وسطي مقداره ٧,٩ فلساً لكل دولار مع السماح له بالتذبذب تجاه بقية العملات الأجنبية الأخرى. وكان

الهدف من ذلك إضفاء المزيد من التأكيد على تحقيق أكبر قدر من الاستقرار في سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي.

٣-٣ تطور أسعار الفائدة الأردنية على أدوات السياسة النقدية

واستجابة للتطورات التي تشهدها أسواق النقد الدولية ومواكبة للتطورات الاقتصادية المحلية، قام البنك المركزي بإجراء تغييرات عديدة على أسعار فائدة أدوات سياسته النقدية، حيث قام البنك المركزي الأردني بعد الإصلاح النقدي المصرفي الشامل، الذي تسارع منذ سنة ١٩٩٢ والذي كان تعويم أسعار الفائدة من أبرز ملامحه، أصبح لسعر الفائدة دوراً رئيسياً في السياسة النقدية، وأصبحت عمليات السوق المفتوحة أداة مستخدمة لضبط السيولة المحلية كبديل لأدوات التحكم المباشر. فقد باشر البنك المركزي في الربع الأخير من عام ١٩٩٣ إلى طرح شهادات إيداع بالدينار الأردني لبيعها للمصارف المرخصة، واستعملها كوسيلة للتأثير في سعر الفائدة، حيث شكل هذا التوجه بدايةً لسياسة نقدية أكثر تطوراً، وأكثر سيطرةً على مستوى السيولة في الاقتصاد القومي.

هذا، وقد اعتبرت أسعار الفائدة على شهادات الإيداع التي يصدرها البنك المركزي بالدينار مؤشراً عاماً على اتجاهات أسعار الفائدة داخل السوق المحلية منذ ذلك الحين. ومن هنا كان لا بد من استعراض التطور التاريخي لأدوات البنك المركزي التي تم تعريفها سابقاً وهي:

٣-٣-١ سعر الخصم

بلغ سعر الخصم ٨,٥% للعامين ١٩٩٥و ١٩٩٦، في حين خُفِّض عام ١٩٩٧ إلى ٧,٧٥%، وفي العام ١٩٩٨ وحفاظاً على استقرار سعر الصرف الناتج عن الطلب الحاد على العملات الأجنبية قام البنك المركزي برفع سعر الخصم ليصل إلى ٩%. وكانت الفترة من ١٩٩٩-٢٠٠٣ فترة حرجة تضمنتها العديد من الأحداث وكان أهمها أحداث الحادي عشر من أيلول والحرب العراقية والانتفاضة الفلسطينية، مما استدعى من البنك المركزي تخفيض أسعار الفائدة على جُل أدواته ومنها سعر الخصم ليصل إلى ٢,٥% عام ٢٠٠٣، وذلك تجنباً لحدوث ركود إقتصادي في المملكة نتيجةً للوضع السياسي المتوتر في الشرق الأوسط، والذي يعد من أقوى العوامل التي تدفع باتجاه هروب رؤوس الأموال إلى خارج المنطقة. وقد لوحظ تغير وتيرة الانخفاض تلك إلى ارتفاع بسعر الخصم ليصل إلى ٧% وذلك بعد الحرب العراقية، التي تسببت بدخول رؤوس أموال أجنبية بحجم كبير إلى السوق الأردنية. وقد اضطر البنك المركزي لخفض سعر الخصم خلال الفترة من

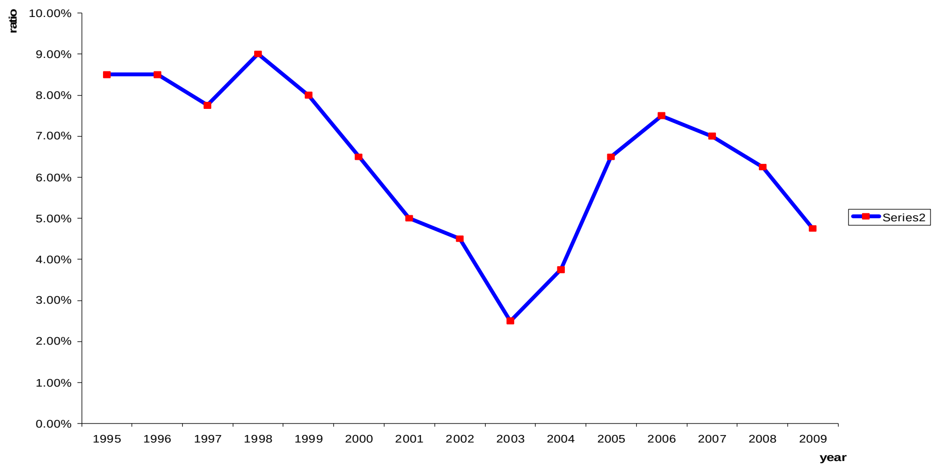
٢٠٠٨ ولغاية ٢٠٠٩ استجابةً للأزمة المالية العالمية التي عصفت بمعظم دول العالم، وذلك لتوفير السيولة اللازمة للسوق الأردنية وحفاظاً على الاقتصاد من الدخول في مرحلة الركود. ويشير الجدول رقم (٢) والشكل رقم (١) إلى سعر الخصم في الفترة الواقعة بين (١٩٩٥-٢٠٠٩) بشكل سنوي.

جدول رقم (٢)

سعر الخصم في الفترة الواقعة بين (١٩٩٥-٢٠٠٩) بشكل سنوي*

السنة	سعر الخصم %
١٩٩٥	٨,٥
١٩٩٦	٨,٥
١٩٩٧	٧,٧٥
١٩٩٨	٩
١٩٩٩	٨
٢٠٠٠	٦,٥
٢٠٠١	٥
٢٠٠٢	٤,٥
٢٠٠٣	٢,٥
٢٠٠٤	٣,٧٥
٢٠٠٥	٦,٥
٢٠٠٦	٧,٥
٢٠٠٧	٧
٢٠٠٨	٦,٢٥
٢٠٠٩	٤,٧٥

* المصدر: نشرات البنك المركزي الأردني.



الشكل رقم (١)

نسبة التغير في سعر الخصم كأداة من أدوات السياسة النقدية الأردنية

المصدر: جدول رقم (٢)

٣-٣-٢ عمليات السوق المفتوحة

بلغ معدل الفائدة في العام ١٩٩٥ على شهادات الإيداع لثلاث شهور ٩% ولستة شهور ٨,٧٥%، وارتفعت هذه النسب لتصل إلى ٩,٢٥% و ٩,٥% لشهادات الإيداع ثلاث شهور وسته شهور على التوالي في نهاية عام ١٩٩٦، ويُشير هذا التصاعد في النسب إلى كثرة استخدام هذه الأداة في سياسة البنك المركزي الانكماشية، في الوقت الذي لم يستخدم فيه البنك المركزي أداة سعر الخصم كما ذكرنا سابقاً. كما أنّ دخول البنك المركزي إلى السوق النقدي بائعاً للأصول والأوراق المالية، أدى إلى زيادة عرض هذه الأصول مما قلّل ذلك من سعر توازنها (ثمن البيع والشراء) ورفع من معدل ربحيتها (قويدر، ٢٠٠٨).

أما في الفترة التوسعية من عام (١٩٩٨-٢٠٠٣) والتي كانت ردة فعل للأحداث السياسية التي ذكرنا سابقاً، فقد عمل البنك المركزي على شراء الأوراق المالية مما زاد الطلب عليها وخفض من سعر فائدتها حيث انخفض سعر الفائدة من ٩,٤٥% عام ١٩٩٨ ليصل إلى ٢,١% عام ٢٠٠٣.

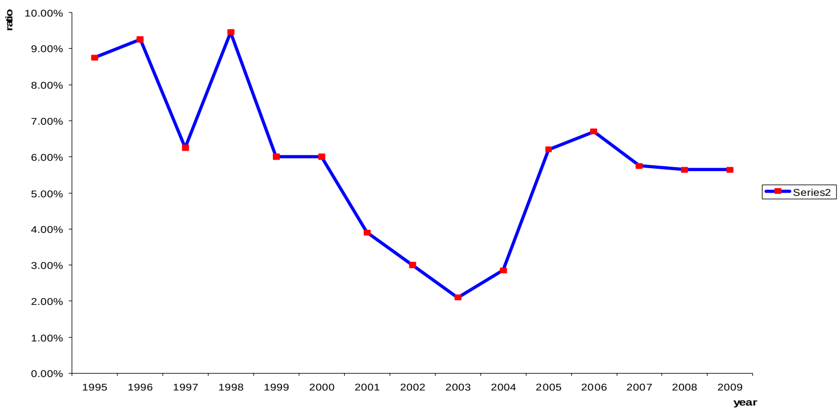
وسعياً للاستقرار النقدي الذي يعد الهدف الأسمى للسلطات النقدية، عمل البنك المركزي على رفع سعر الفائدة عام ٢٠٠٤ ولغاية ٢٠٠٦ حتى وصل إلى ٦,٧% ومن ثم عمل المركزي على خفض السعر قليلاً لإنعاش الاقتصاد الأردني خلال فترة الأزمة المالية العالمية. ويشير الجدول رقم (٣) والشكل رقم (٢) إلى سعر شهادات الإيداع لثلاثة وستة شهور خلال فترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٩) بشكل سنوي.

جدول رقم (٣)

معدل الفائدة على شهادات الإيداع لـــثلاثة وستة شهور في الفترة الواقعة بين (١٩٩٥-٢٠٠٩) بشكل سنوي*

السنة	معدل الفائدة على شهادات ٣ أشهر %	معدل الفائدة على شهادات ٦ أشهر %
١٩٩٥	٨,٧٥	٩
١٩٩٦	٩,٢٥	٩,٥
١٩٩٧	٦,٢٥	٦,٥
١٩٩٨	٩,٤٥	٩,٥٥
١٩٩٩	٦	٨,٢٥
٢٠٠٠	٦	٦,٠٥
٢٠٠١	٣,٩	٤
٢٠٠٢	٣	٣,٤٥
٢٠٠٣	٢,١	٢,١٥
٢٠٠٤	٢,٨٥	٣,٢
٢٠٠٥	٦,٢	٦,٩٥
٢٠٠٦	٦,٧	٦,٨٦٢
٢٠٠٧	٥,٧٥	٥,٨٦٧
٢٠٠٨	٥,٦٤١	٥,٩٣٦
٢٠٠٩	٥,٦٤١	٥,٩٣٦

* المصدر: نشرات البنك المركزي الأردني.



شكل رقم (٢)

نسبة التغير في شهادات الإيداع لـــثلاثة شهور كأداة من أدوات السياسة النقدية الأردنية

المصدر: جدول رقم (٣)

٣-٣-٣ الاحتياطي الإلزامي

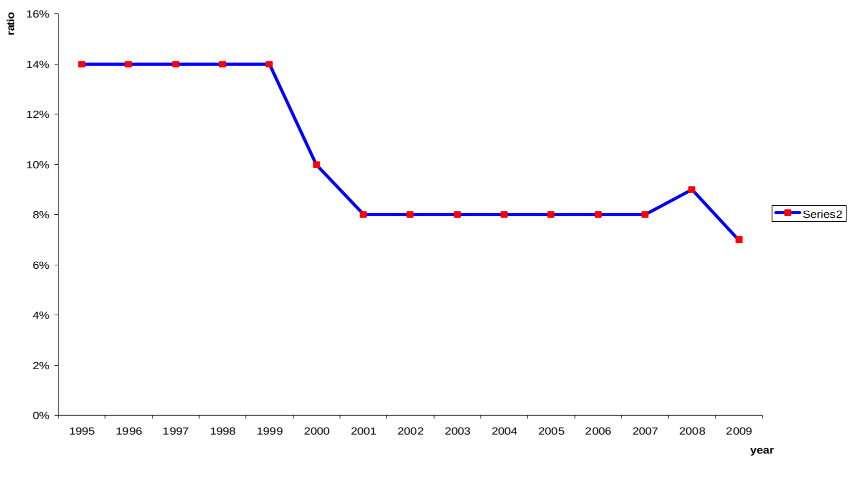
اتسمت فترة الدراسة بوجود فترتين: الأولى فترة جمـود بنسبة ١٤% للاحتياطي الإلزامي خلال الأعوام من ١٩٩٥ ولغاية عام ٢٠٠٠، والثانية فترة توسعية انخفضت فيها النسبة لغاية ١٠% عام ٢٠٠٠ و ٨% عام ٢٠٠٧، والتي سعى البنك المركزي من خلالها إلى زيادة الاستثمار والاقتراض من البنوك والتوسع في المشاريع الإنتاجية، وحافظ المركزي على هذه النسبة من الاحتياطيات رغم اتباعه سياسة انكماشية بعد حرب العراق ٢٠٠٣ والتي كان من آثارها تدفق حجم كبيرمن رؤوس الأموال إلى الأردن. ويشير الجدول رقم (٤) والشكل رقم (٣) إلى الاحتياطي الإلزامي في الفترة الواقعة بين (١٩٩٥-٢٠٠٩) بشكل سنوي، والذي تستنتج منه الباحثة ندرة لجوء البنك المركزي لهذه الأداة، بالرغم من أن الأردن قد مر بظروف اقتصادية مختلفة تستدعي التغير في هذه النسبة، لكنها مالت إلى الجمود خلال الأربعة عشر عاماً التي تمثل فترة الدراسة، ويمكن أن نعزو هذا إلى توجه البنك المركزي في التكيف مع هذه الظروف الاقتصادية نحو أدوات أخرى تخدم سياسته النقدية.

جدول رقم (٤)

نسبة الاحتياطي الإلزامي في الفترة الواقعة بين (١٩٩٥-٢٠٠٩) بشكل سنوي*

السنة	نسبة الاحتياطي الإلزامي %
١٩٩٥	١٤
١٩٩٦	١٤
١٩٩٧	١٤
١٩٩٨	١٤
١٩٩٩	١٤
٢٠٠٠	١٠
٢٠٠١	٨
٢٠٠٢	٨
٢٠٠٣	٨
٢٠٠٤	٨
٢٠٠٥	٨
٢٠٠٦	٨
٢٠٠٧	٨
٢٠٠٨	٩
٢٠٠٩	٧

* المصدر: نشرات البنك المركزي الأردني.



شكل رقم (٣)

نسبة التغير في الاحتياطي الإلزامي كأداة من أدوات السياسة النقدية الأردنية

المصدر: جدول رقم (٤)

٣-٤ انعكاس تطور أدوات السياسة النقدية على سعر الفائدة السوقي

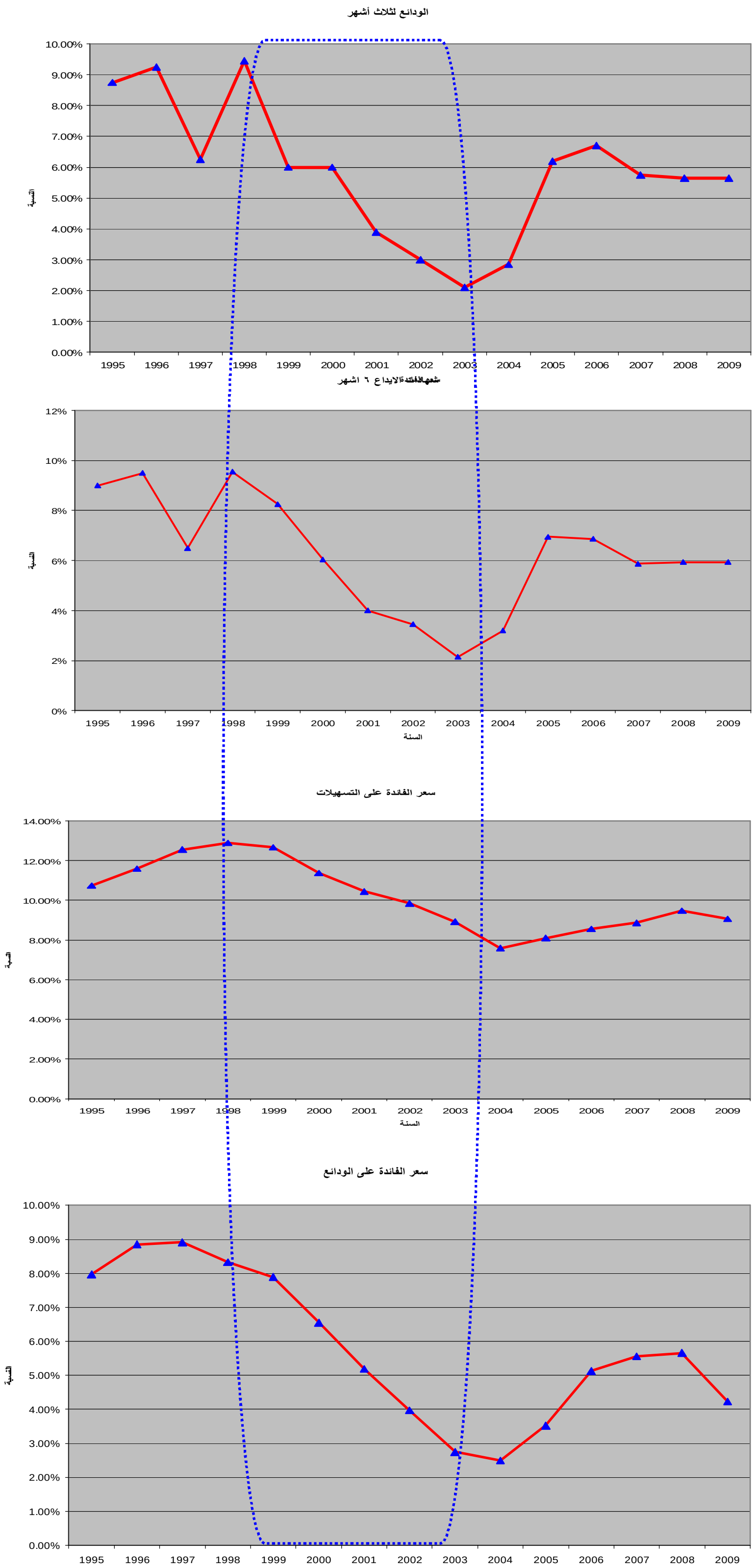
كما استعرضنا سابقاً فإن البنك المركزي قام باستخدام جميع أدوات السياسة النقدية خلال فترة الدراسة، وترى الباحثة من خلال الجداول السابقة التي تبين لنا كيفية استخدام البنك المركزي لأدوات السياسة النقدية أن الأداة الأكثر استخداماً وتأثيراً في السوق هي عمليات السوق المفتوحة (بيع وشراء شهادات الإيداع لثلاثة وستة شهور)، وجاءت استجابة سعر الفائدة السوقي لهذه الأدوات نتيجة لتعويم سعر الفائدة على مختلف أنواع التسهيلات الائتمانية والودائع عام (١٩٩٠) وأصبح معدل الفائدة يتحدد في ضوء قوى السوق مما جعل من معدل الفائدة أداة مؤثرة في إدارة السياسة النقدية، ويستعرض الجدول رقم (٥) والشكل رقم (٤) تطور سعر الفائدة السوقي مع سعر الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة وستة شهور.

جدول رقم (٥)

تطور سعر الفائدة السوقي مع سعر الفائدة على شهادات الإيداع لثلاثة وستة شهور في الفترة الواقعة بين (١٩٩٥-٢٠٠٩) بشكل سنوي*

السنة	معدل الفائدة على شهادات ٣ أشهر %	معدل الفائدة على شهادات ٦ أشهر %	معدل الفائدة على التسهيلات %	معدل الفائدة على الودائع %
١٩٩٥	٨,٧٥	٩	١٠,٧٤	٧,٩٧
١٩٩٦	٩,٢٥	٩,٥	١١,٦	٨,٨٥
١٩٩٧	٦,٢٥	٦,٥	١٢,٥٥	٨,٩١
١٩٩٨	٩,٤٥	٩,٥٥	١٢,٨٩	٨,٣٣
١٩٩٩	٦	٨,٢٥	١٢,٦٧	٧,٨٩
٢٠٠٠	٦	٦,٠٥	١١,٣٨	٦,٥٥
٢٠٠١	٣,٩	٤	١٠,٤٥	٥,١٩
٢٠٠٢	٣	٣,٤٥	٩,٨٥	٣,٩٧
٢٠٠٣	٢,١	٢,١٥	٨,٩٢	٢,٧٥
٢٠٠٤	٢,٨٥	٣,٢	٧,٥٩	٢,٤٩
٢٠٠٥	٦,٢	٦,٩٥	٨,١	٣,٥٢
٢٠٠٦	٦,٧	٦,٨٦٢	٨,٥٦	٥,١٣
٢٠٠٧	٥,٧٥	٥,٨٦٧	٨,٨٦	٥,٥٦
٢٠٠٨	٥,٦٤١	٥,٩٣٦	٩,٤٨	٥,٦٦
٢٠٠٩	٥,٦٤١	٥,٩٣٦	٩,٠٧	٤,٢٣

* المصدر: نشرات البنك المركزي الأردني.



شكل رقم (٤)

هيكل أسعار الفائدة بالسوق المصرفي الأردني

المصدر: جدول رقم (٥)

٣-٥ سعر الفائدة الأردني وعلاقته بنظيره الأمريكي

انطلاقاً من الهدف الرئيسي للدراسة وهو معرفة مدى التحرك المشترك بين سعر الفائدة المحلي (الأردني) وسعر الفائدة الأجنبي (الأمريكي) فإننا سنقوم باستعراض التطور التاريخي على سعر الفائدة الأمريكي، ويبين الجدول رقم (٦) والشكل رقم (٥) هذا التطور خلال الفترة (١٩٩٥ – ٢٠٠٩) وبشكل سنوي.

إن من أهم الأحداث التي عصفت بالاقتصاد الأمريكي خلال فترة الدراسة هي أحداث الحادي عشر من أيلول- سبتمبر عام ٢٠٠١، حيث عمل الفيدرالي الأمريكي خلال ذلك العام على خفض سعر الفائدة تسع مرات، الأمر الذي استدعى خفض أسعار الفائدة على الدينار الأردني والأدوات المقومة بالدينار الأردني خمسة مرات خلال العام نفسه، وهو يرمي إلى تشجيع الطلب وحفز الاقتصاد لمواكبة التطورات النقدية العالمية. واستمر التخفيض حتى نهاية العام ٢٠٠٣ بعد انتهاء الحرب العراقية، وفي العام ٢٠٠٤ ولغايات تحقيق الاستقرار النقدي عمل الفيدرالي الأمريكي على رفع سعر الفائدة، وبالمقابل لجأ المركزي الأردني لنفس الوسيلة، واستمر هذا الارتفاع لغاية العام ٢٠٠٧. وفي العام ٢٠٠٨ حيث ظهرت الأزمة المالية العالمية والتي هددت بدخول الاقتصاد الأمريكي بشكل خاص والعالمي بشكل عام في حالة ركود، عملت السلطات الأمريكية على تخفيض سعر الفائدة بمعدل نصف نقطة في محاولة لتحريك السوق وزيادة السيولة النقدية، وفي الأردن لجأ البنك المركزي إلى نفس الوسيلة حيث أجرى تخفيضا ملموسا على أسعار الفوائد المختلفة التي كان لارتفاعها خلال الفترة الماضية تأثيراً ملموساً على زيادة هذه الأزمة، وذلك بسبب صعوبة الحصول على تسهيلات مصرفية جديدة بالنسبة للمستثمرين الذين يعتمد غالبيتهم عليها، أو زيادة كلفتها، الأمر الذي أضاف عوامل أخرى إلى حالة التراجع التي شهدتها سوق عمان المالية وكذلك قطاع البناء والإسكان.

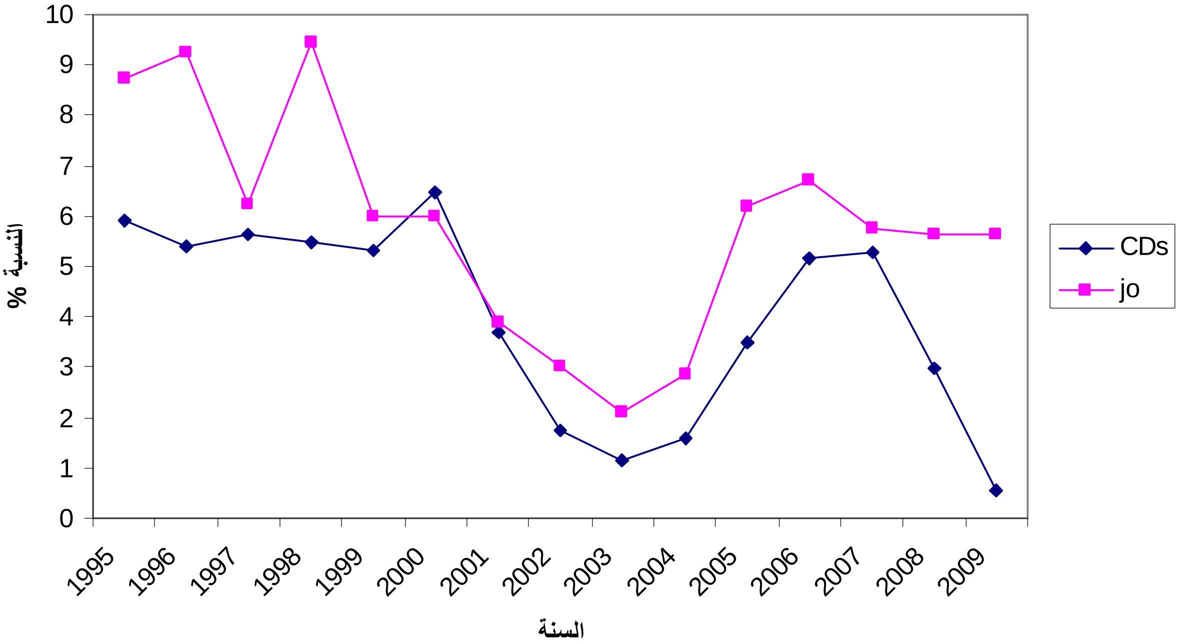
وهنا تجدر الإشارة إلى أن هذا التحرك المشترك لم يلاحظ إلا بعد الأحداث التي مرت بها أمريكا على وجه الخصوص، ابتداءً من أحداث الحادي عشر من أيلول، مروراً بالحرب التي خاضتها ضد العراق، وانتهاءً بالأزمة المالية. أما خلال الفترة الأولى الممتدة من عام ١٩٩٥ حيث تم ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي وحتى عام ٢٠٠٠ فإننا سنلاحظ عدم وجود أي تحرك مشترك بين سعري الفائدة المحلي والأجنبي.

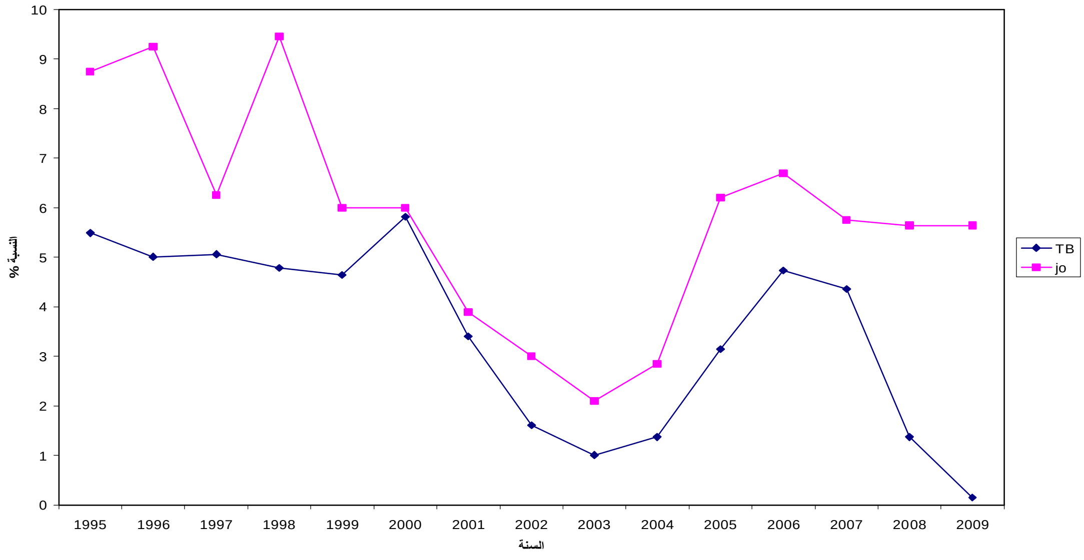
جدول رقم (٦)

التطور التاريخي على معدلات الفائدة الأمريكية والأردنية في الفترة الواقعة بين (١٩٩٥-٢٠٠٩) بشكل سنوي*

السنة	معدلات الفائدة الأمريكية %		معدل الفائدة الأردني %
	Certificates of Deposit 3Months	Treasury Bills	Certificates of Deposit 3Months
١٩٩٥	5.92	٥,٤٩	٨,٧٥
١٩٩٦	٥,٣٩	٥,٠١	٩,٢٥
١٩٩٧	٥,٦٢	٥,٠٦	٦,٢٥
١٩٩٨	٥,٤٧	٤,٧٨	٩,٤٥
١٩٩٩	٥,٣٣	٤,٦٤	٦
٢٠٠٠	٦,٤٦	٥,٨٢	٦
٢٠٠١	٣,٧١	٣,٤	٣,٩
٢٠٠٢	١,٧٣	١,٦١	٣
٢٠٠٣	١,١٥	١,٠١	٢,١
٢٠٠٤	١,٥٧	١,٣٧	٢,٨٥
٢٠٠٥	٣,٥١	٣,١٥	٦,٢
٢٠٠٦	٥,١٦	٤,٧٣	٦,٧
٢٠٠٧	٥,٢٧	٤,٣٦	٥,٧٥
٢٠٠٨	٢,٩٧	١,٣٧	٥,٦٤١
٢٠٠٩	٠,٥٥	٠,١٥	٥,٦٤١

* المصدر: نشرات البنك المركزي الأردني ونشرات البنك الفيدرالي الأمريكي.





أسعار الفائدة الأردنية CD_3 والأمريكية CD_3, TB

*المصدر: جدول رقم (٦)

الفصل الرابع

اختبار نظرية تكافؤ معدل الفائدة

وتحليل النتائج

٤ - ١ مقدمة

تشير النظرية الاقتصادية إلى أنه في حال اتباع دولة ما سياسة سعر صرف ثابت، في ظل حرية تنقُّل رأس المال، فإن معدلات الفائدة المحلية لا بد من أن تكون قريبة من معدلات الفائدة للدولة التي ترتبط العملة المحلية معها، وبالتالي وجود تحرك مشترك ما بين معدلي الفائدة بين البلدين المحلي والأجنبي (Frankel et al, 2002). وقد يتأثر مدى هذا التحرك المشترك بعدة عوامل، أهمها:

١. **درجة الانفتاح الاقتصادي على السوق العالمي**: فوجود عوائق أمام حركة رأس المال يمكنها أن تقلل من مقدار استجابة معدلات الفائدة المحلية للعالمية منها، سانحةً بذلك الفرصة أمام السياسة النقدية بوضع معدل الفائدة المناسب لهم حتى في ظل سعر صرف ثابت.

٢. **طبيعة الصدمات الاقتصادية.**

وفي هذا الفصل سنختبر نظرية تكافؤ معدل الفائدة Interest Rate Parity من خلال التحقق من وجود تحرك مشترك ما بين سعري الفائدة المحلي والأجنبي، وحيث أن اختبار نظرية تكافؤ معدل الفائدة هنا ما هو إلاّ اختباراً لاستقرارية السلاسل الزمنية لسعري الفائدة، فإننا سنقوم باختبار مدى وجود تحرك مشترك ما بين معدل الفائدة الأجنبي (والممثّل بشهادات الإيداع الأمريكية لثلاثة شهور، وأذونات الخزينة الأمريكية) ومعدل الفائدة الأردني (الممثل بشهادات الإيداع لثلاثة شهور)، وذلك باستخدام اختبار دكي- فولر الموسعADF، الذي يختبر استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات اختبار الدراسة، بالإضافة إلى استخدام اختبار KPSS الذي يقوم أيضاً باختبار استقرارية السلاسل الزمنية، وبعد اختباراستقرارية فروق أسعار الفائدة في السيناريوهين، فإنه ستم استخدام اختبار التكاملية الذي اختبر استقرارية السلاسل الزمنية المستخدمة، ومن ثم تطبيق اختبار التكامل المشترك بطريقة أنجل- جرانجر.

٤ - ٢ نظرية تكافؤ معدل الفائدة

يمكن تطبيق نظرية تكافؤ معدل الفائدة على مستوى الاقتصاد الكلي أو الجزئي، حيث تطبق على المستوى الجزئي عندما يكون السوق المالي فعالاً ولا يوجد به أية قيود على حركة رأس المال. بينما تطبق على المستوى الكلي عندما يتساوى كل من معدلي الفائدة المحلي والأجنبي على المدى الطويل.

ويمكننا التعبير عن الآلية التي تستجيب من خلالها معدلات الفائدة المحلية للأجنبية في ظل نظام سعر صرف ثابت بالتطرق إلى الثلاثية المستحيلة في الاقتصاد المفتوح ونظرية تكافؤ سعر الفائدة. حيث أن صناع السياسات الاقتصادية في الاقتصادات المفتوحة– كما أسلفنا في الفصل السابق- يواجهون اختيار اثنين من ثلاثة خيارات مرغوبة: حرية حركة رأس المال، سعر صرف ثابت وسياسة نقدية مستقلة.

وتقتضي هذه الثلاثية المستحيلة بأن الدول التي تتمتع بحرية حركة رأس المال وبسعر صرف ثابت فإنها مجبرة على التضحية باستقلال سياستها النقدية وتبني السياسة النقدية للدولة التي ترتبط بها من خلال سعر الصرف الثابت. ففي ظل انفتاح سوق رأس المال فإن شرط نظرية تكافؤ معدل الفائدة ينص على ضرورة أن يساوي معدل الفائدة المحلي الإسمي لمعدل الفائدة الأجنبي مضافاً إليه كل من سعر الصرف الإسمي وعلاوة المخاطرة Risk Premium على الأصول المالية في البلدين.(Grenade and Moore, 2007)

وحيث افترضت الأدبيات الاقتصادية افتراضاً مفاده أن استقلال السياسة النقدية في دولة ما يجب أن يجنب معدل الفائدة الخاص بهذه الدولة الاستجابة للتغيرات الحاصلة في أسعار الفوائد الأخرى، وأي تأثر بمعدلات الفوائد الأجنبية سيكون بمثابة مؤشر على فقدان السياسة النقدية المحلية لاستقلالها. حيث أنه لا يمكننا تجاهل حقيقة أهمية معدلات الفائدة العالمية في تشكيل السياسة النقدية خاصة في البلدان الناشئة مثل الأردن (Maziad, 2009).

ويتضمن شرط تكافؤ معدل الفائدة أن يكون معدل الصرف الآجل (Forward Exchange Rate) والذي سنرمز له بالرمز (f) ذا توقع غير متحيز لمعدل الصرف المستقبلي (S_{t+1}) ويمكننا صياغة هذه العلاقة كالتالي (Grenade and Moore, 2007):

$$E(S_{t+1}) - S_t = \alpha + \beta\,(f_t - S_t) + e_t \ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث أن

- E : معامل التوقع

- S_t : لوغارتيم معدل الصرف الحالي

- e_t : عبارة عن مقدار الخطأ والذي نفترض أن يكون ثابتاً وموزعاً توزيعاً طبيعياً بوسط حسابي مساوي للصفر وتباين σ^2

ومن جهة أخرى، فإن نظرية تكافؤ معدل الفائدة تتضمن أيضاً أن الفرق بين معدل الصرف الآجل والفعلي يُمثّل بالفرق بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي. ورياضياً تُمثّل هذه العلاقة بالمعادلة الرياضية التالية:

$$f_t - S_t = r_t - r^*_t \ldots\ldots\ldots (2)$$

حيث أن

- r_t : معدل الفائدة المحلي

- r^*_t : معدل الفائدة الأجنبي

وبإحلال المعادلة (2) بالمعادلة (1) فإننا نحصل على:

$$E(S_{t+1}) - S_t = \alpha + \beta(r_t - r^*_t) + e_t \ldots\ldots\ldots (3)$$

حيث أنه عندما تكون β إحصائياً لا تختلف عن الواحد صحيح فهذا يعني تحقق نظرية تكافؤ معدل الفائدة، حيث أن أي تغير في الطرف الأيمن المضروب بـ β سيكون له ذات الأثر تقريباً على الشق الأيسر من المعادلة (3).

ومن الجانب التطبيقي، وفي ظل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي فإن $S_t = 0$ - $E(S_{t+1})$، ومنها سنلاحظ أن المعادلة (3) يمكن إعادة كتابتها كالآتي:

$$r_t - r_t^* = \frac{-a - e_t}{b} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

أو

$$r_t - r_t^* = \frac{-a}{b} + u_t$$

حيث أن

$$u_t = \frac{-e_t}{b}$$

وبإمكاننا إختبار إن كانت نظرية تكافؤ معدل الفائدة بين الأردن والولايات المتحدة من خلال إختبار إستقرارية الفرق بين معدلات الفائدة بين البلدين ويمكننا وضع فرضية العدم التالية:

$$H_0: \; X_t = (r_t - r_t^*) \sim I(1)$$

حيث أن:

- $I(1)$: تعني أن السلسلة متكاملة من الدرجة الأولى، بمعنى أن السلسلة الزمنية غير مستقرة (Non-Stationary Process) في المستوى.
- X_t: تمثل الفرق في معدل الفائدة

وستكون صياغة الفرضية البديلة بالشكل التالي:

$$H_1: \; X_t = (r_t - r_t^*) \sim I(0)$$

حيث أن:

- $I(0)$: تعني أن السلسلة متكاملة من الدرجة صفر، بمعنى أن السلسلة الزمنية مستقرة (Stationary Process) في المستوى.

وفي حال تم رفض فرضية العدم، بمعنى تم رفض عدم استقرارية الفرق بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي، فإن هذا سيكون دليلاً إحصائياً على التحرك المشترك بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية. وفي ذلك ما يشير إلى عدم استقلال السياسة النقدية في الأردن. أما في حال قبول فرضية العدم فهذا يشير إحصائياً إلى عدم وجود تحرك مشترك ما بين معدلي الفائدة المحلي والأجنبي، وفي ذلك إشارة إحصائية إلى استقلالية السياسة النقدية.

٣-٤ اختبارات الاستقرارية

تعتبر استقرارية السلاسل الزمنية من القضايا المهمة في مجال الاقتصاد القياسي بشكل عام وتحليل السلاسل الزمنية بشكل خاص، حيث أن بعض الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات سلاسل زمنية تفترض عادة أن هذه السلاسل مستقرة أو ساكنة مع مرور الزمن دون اختبارها، مما يؤدي إلى عدم الوثوق بنتائج تلك الدراسات والتي من الممكن أن تكون زائفة.

وبالتالي فإنه يقال إن سلسلة زمنية غير ساكنة إذا كانت هذه السلسلة الزمنية متكاملة (Integrated) من رتبة أعلى من الصفر. ومن الناحية الإحصائية فإن السلسلة الزمنية غير الساكنة- على عكس السلسلة الساكنة - هى سلسلة وسطها وتباينها غير محدد وتكون متكاملة من رتبة على الأقل تساوى الوحدة أو I(1).

ولاختبار الاستقرارية هنا يمكننا استخدام اختبارات مشتركة يمكن أن يعزز كل منها نتيجة الآخر، ومن أشهر الاختبارات المستخدمة ضمن هذا الإطار: اختبار دكي فولر

الموسع Augmented Dickey Fuller (ADF)، واختبار (KPSS) المطوّر من قبل Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, and Shin (1992) الذي اكتسب شعبية كبيرة في الأدبيات الاقتصادية، حيث يستخدم بشكل واسع كاختبار مكمّل لاختبارات جذر الوحدة. ويعرف هذا الاختبار المشترك على أنه تحليل مؤكّد Confirmatory Analysis، فعلى سبيل المثال إذا قبلنا فرضية العدم للاستقرارية (رفضنا) في الاختبار الأول، ورفضنا فرضية العدم لعدم الاستقرارية (قبلنا) في الاختبار الثاني، فإنه سيصبح لدينا ثقة بأن السلسلة الموجودة لدينا هي سلسلة مستقرة (غير مستقرة). وبالمقابل فإن هذه الثقة لن تكون لدينا إذا تم رفض الفرضيتين كما هو موضح بالجدول (٧) (Nusair, 2003).

جدول(٧)

النتائج المحتملة لاختباري ADF و KPSS فيما يخص فرضية العدم

KPSS[2]	ADF[1] قبول	ADF[1] رفض
قبول	عدم الثقة بالنتائج	ثقة بالنتائج (استقرارية)
رفض	ثقة بالنتائج (عدم استقرارية)	عدم الثقة بالنتائج

١: يشير إلى فرضية العدم لعدم الاستقراية في اختبار ADF

٢: يشير إلى فرضية العدم للاستقرارية في اختبار KPSS

٤-٣-١ اختبار دكي-فولر الموسع Augmented Dickey Test Fuller

سنستخدم في اختبار فرضية تكافؤ معدل الفائدة بين الأردن والولايات المتحدة اختبار دكي-فولر الموسع، حيث نهتم باختبار استقرارية الفرق في معدلي الفائدة عبر السلسلة الزمنية، لمعرفة ما إذا كان هنالك تحرك مشترك ما بين معدل الفائدة المحلي والأجنبي في المدى الطويل، ويستخدم هذا الاختبار معادلة الانحدار التالية (Grenade and Moore, 2007):

$$\Delta X_t = \alpha X_{t-1} + \sum_{j=1}^{k} \beta_j \Delta X_{t-j} + e_t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (5)$$

حيث أن

- X_t: هي المتغير محل الاهتمام
- e_t: هي مقدار الخطأ العشوائي

وتُرفض فرضية العدم (القائلة بعدم استقرارية السلسلة الزمنية) إذا كانت قيمة αمعنوية إحصائياً، حيث يتبين لنا تحقق وجود نظرية تكافؤ معدل الفائدة وأن العلاقة مستقرة (Stationary) بين معدل الفائدة الأمريكي والأردني.

٤-٣-٢ اختبار KPSS

ومن جهة أخرى يمكننا قياس استقرارية العلاقة المشار إليها آنفا بين معدلي الفائدة المحلي والأجنبي، وذلك من خلال الاستعانة باختبار (KPSS) والذي تم استخدامه بداية بواسطة (1992) Kwiatkowski, et. Al.. وهنا تختلف فرضية العدم في هذا الاختبار عن اختبار دكي- فولر الموسع، حيث تفترض فرضية العدم في هذا الاختبار استقرارية السلسلة الزمنية مقابل عدم استقراريتها في الفرضية البديلة.

يفترض اختبار KPSS بأننا نستطيع تقسيم المتغير محل الاهتمام على النحو التالي:

$$x_t = x(t) + x(s) + \varepsilon_t \;\ldots\ldots\; (6)$$

حيث أن

- $x(t)$: اتجاه زمني (Deterministic Trend)
- $x(s)$: سلسلة زمنية عشوائية (Random Walk)
- ε_t : خطأ عشوائي (Stationary Error)

وحيث أن

$$x(s)_t = x(s)_{t-1} + u_t \;\ldots\ldots\ldots\ldots\; (7)$$

وفي هذا الاختبار فإننا نقوم باحتساب الانحراف المعياري للخطأ العشوائي الناتج (u_t)، فإذا كانت σ_u= صفر، فإن المتغير مستقر.وهذه الفرضية يمكن اختبارها عن طريق حساب مضاعف لاجرانج (Lagrange Multiplier) وذلك بدايةً عن طريق حساب نسبة مجموع مربعات الأخطاء العشوائية $S=\sum u_t$ (الناتجة من انحدار المعادلة 7) مقسومة على التباين للخطأ العشوائي المقدر من معادلة (6)، ويكون ذلك بالشكل التالي:

$$LM = \frac{\sum_{t=1}^{N} S_t^2}{\hat{S}_e^2} \ldots\ldots\ldots (8)$$

وإذا كانت القيمة الإحصائية المحسوبة لــ LM أقل مــن القيمــة الحرجــة فإننــا لا نستطيع رفض H_0، وفي ذلك دليل على وجود تحرك مشترك ما بــين معــدلات الفائــدة المحلية والأجنبية ونستخلص أن السياسة النقدية لا تتسم بالحرية.

٤ - ٣ - ٣ إختبار التكامل المشترك (Co integration Test)

ويتم هذا الإختبار بين المتغيرات ذات درجة التكامل المتماثلــة (Integrated Of The Same Order)، حيث يقوم مفهوم التكامل المشترك على انه إذا كان مستوى متغيرات النموذج غير ساكنة أو متكاملة من الدرجة الأولــى(Integrated of order (1) ; I(1))، وإذا أمكــن توليد مزيج خطي من هذه المتغيرات يتصف بالسكون أي متكاملة من الدرجة الصفرية، فانه في هذه الحالة تصبح المتغيرات آنيا متكاملة من نفس الرتبة، وبالتالي فانه يمكن اســتخدام مــستوى المتغيرات في الانحدار. ومن خلال مقارنة نسبة الإمكانية بالقيم الحرجة عند المستوى الإحتمالي ١%، ٥% يمكن تحديد عدد متجهات التكامل المشترك. وبعد التأكد مــن أن الــسلاسل الزمنيــة لمتغيرات نموذج الدراسة غير ساكنة في المستوى وساكنة في الفرق، ومن ثم التحقق مــن أنهــا جميعاً متكاملة تكاملا مشتركا، فالمتغيرات التي تحقق التكامل المشترك تعكس علاقــة توازنيــة طويلة الأجل.

٤ - ٤ نتائج التحليل القياسي

٤ - ٤ - ١ اختبارات نظرية تكافؤ معدل الفائدة

- **اختبار جذر الوحدة (ADF)**

كما ذكرنا سابقاً فإنه يمكننا اختبار مدى استقرارية السلسلة الزمنية باستخدام اختبــار دكي - فولر الموسع (ADF)، والذي يتم الحكم من خلاله على المتغيــرات عــن طريــق مقارنة القيمة الجدولية مع القيمة المحسوبة، فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من المحــسوبة (القيمة المطلقة)، فإن المتغير سيكون غير مستقر. ويبين الجدول رقــم (٨) قــيم (ADF) المحسوبة والجدولية لنموذجي فرق بين معدلي الفائدة المحلية والفائدة الأجنبية. حيث يمثل الفرق الأول (**$r_t - r_{1t}$***) الفرق بين معدل الفائدة على شهادات الإيــداع الأردنيــة لمــدة ٣ أشهر وبين معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية لمدة ٣ أشهر. بينما يمثل الفــرق

الثاني ($r_t - r_{2t}$*) الفرق بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأردنية لمدة ٣ أشهر وبين معدل الفائدة على أذونات الخزينة الأمريكية لمدة ٣ أشهر. (ومما يجدر ذكره بأنه لم يتم التعامل مع معدل الفائدة على أذونات الخزينة الأردنية وذلك لعدم تغيرها وإستجابتها للتطورات النقدية).

جدول رقم (٨)
نتائج اختبار (ADF) لفروقات الفائدة المحلية والأجنبية

المتغير	في حال وجود ثابت فقط			في حال وجود ثابت ومتجه		
	قيمة ADF المحسوبة	قيمة ADF الجدولية (٥%)	قيمة ADF الجدولية (١٠%)	قيمة ADF المحسوبة	قيمة ADF الجدولية (٥%)	قيمة ADF الجدولية (١٠%)
$r_t - r_{1t}$*	-٢,٠٥٠	-٢,٨٧٩	-٢,٥٧٦	-١,٩٨٧	-٣,٤٣٧	-٣,١٤٣
$r_t - r_{2t}$*	-١,٣٧٨	-٢,٨٧٩	-٢,٥٧٦	-١,١٧٧	-٣,٤٣٧	-٣,١٤٣

ومن خلال استقراء أرقام الجدول يتضح لنا أن الفرق بين معدلي الفائدة المحلية والفائدة الأجنبية غير مستقر سواء كانت المعادلة تتضمن ثابت فقط أو ثابث ومتجه. حيث أن الفرضية العدمية والقائلة بوجود جذر للوحدة لا يمكن رفضها حتى عند مستوى ١٠%. وفي هذه النتيجة ما يناقض إثبات نظرية تكافؤ معدل الفائدة ووجود تكاملية بين معدلي الفائدة المحلي والأجنبي.

- **اختبار KPSS**

يعمل هذا الاختبار على عكس الفرضية البديلة المستخدمة في اختبار ADF، حيث تفترض H_0 في هذا الاختبار استقرارية السلسلة الزمنية قيد الدراسة، فإذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الحرجة فإننا لا نستطيع رفض H_0 وبالتالي استقرارية المتغير. ويبين الجدول رقم (9) القيم المحسوبة والحرجة أيضاً لنموذجي الفرق بين معدلي الفائدة المحلية والفائدة الأجنبية. حيث يمثل الفرق الأول ($r_t - r_{1t}$*) الفرق بين معدل الفائدة على

شهادات الإيداع الأردنية لمدة ٣ أشهر وبين معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية لمدة ٣ أشهر. بينما يمثل الفرق الثاني ($r_t - r_{2t}$*) الفرق بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأردنية لمدة ٣ أشهر وبين معدل الفائدة على أذونات الخزينة الأمريكية لمدة ٣ أشهر

جدول رقم (٩)
نتائج اختبار KPSS لفروقات الفائدة المحلية والأجنبية

المتغير	في حال وجود ثابت فقط			في حال وجود ثابت ومتجه		
	قيمة KPSS المحسوبة	قيمة KPSS الجدولية (٥%)	قيمة KPSS الجدولية (١٠%)	قيمة KPSS المحسوبة	قيمة KPSS الجدولية (٥%)	قيمة KPSS الجدولية (١٠%)
$r_t - r_{1t}$*	٠,٣٨٤	٠,٤٦٣	٠,٣٤٧	٠,١٣٩	٠,١٤٦	٠,١١٩
$r_t - r_{2t}$*	٠,٣٢٢	٠,٤٦٣	٠,٣٤٧	٠,١٩٨	٠,١٤٦	٠,١١٩

ومن خلال استقراء أرقام الجدول يتضح لنا أن المتغير الأول ($r_t - r_{1t}$*) والذي يمثل الفرق بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأردنية لمدة ٣ أشهر وبين معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية لمدة ٣ أشهر، غير مستقر عند مستوى معنوية ١٠% بينما يكون مستقراً فقط عند مستوى معنوية ٥% أو أقل، وذلك في حالة إدخال ثابت في المعادلة. أما في حالة إدخال ثابت ومتجه في المعادلة فإن الفرضية العدمية القائلة بإستقرار المتغير ترفض عند مستوى ٥%.

أما بالنسبة للمغير الثاني ($r_t - r_{2t}$*) والذي يمثل الفرق بين معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأردنية لمدة ٣ أشهر وبين معدل الفائدة على أذونات الخزينة الأمريكية لمدة ٣ أشهر، فإنه في حال إدخال ثابت ومتجه في المعادلة فإن الفرضية العدمية القائلة بإستقرار المتغير ترفض عند مستوى ٥%. ولكن في حال وجود ثابت فقط فإن الفرضية العدمية القائلة بإستقرار المتغير لا يمكن رفضها.

وفي المحصّلة فإن اختبارات الاستقرارية والتي استخدمت اختباري: (ADF) و(KPSS) قد عززت نتيجة أن المتغيرات (الفروق بين معدلي الفائدة المحلي والأجنبي) غير مستقرة، وفي هذا دليل على إعطاء السياسة النقدية في الأردن حرية أكبر.

٤-٤-٢ اختبار التكاملية

٤-٤-٢-١ إختبار جذر الوحدة

علينا بدءاً التأكد من درجة استقرار كل من المتغيرات محل الإهتمام: معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأردنية لمدة ٣ أشهر (r_t) ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية لمدة ٣ أشهر(r_{1t}^*) ومعدل الفائدة على أذونات الخزينة الأمريكية لمدة ٣ أشهر(r_{2t}^*)، والجدول رقم (١٠) يوضح النتائج التي تم الحصول عليها وتتلخص بعدم استقرارية البيانات عند المستوى وإنما إستقرارها عند أخذ الفرق الأول.

جدول رقم (١٠)
نتائج اختبار دكي- فولر الموسع (ADF) لمعدلات الفائدة المحلية والأجنبية

المتغير	في حال وجود ثابت				في حال وجود ثابت ومتجه			
	قيمة ADF المحسوبة (عند المستوى)	قيمة ADF المحسوبة (الفرق الأول)	قيمة ADF الجدولية (٥%)	قيمة ADF الجدولية (١٠%)	قيمة ADF المحسوبة (عند المستوى)	قيمة ADF المحسوبة (الفرق الأول)	قيمة ADF الجدولية (٥%)	قيمة ADF الجدولية (١٠%)
r_t	-١,٢٩٧	-١٢,٨٦٢	-٢,٨٧٩	-٢,٥٧٦	-١,٢٥٦	-١٢,٨٥٠	٣,٤٣٧	-٣,١٤٣
r_{1t}^*	-١,٥٢٧	-٤,٥٤٧	-٢,٨٧٩	-٢,٥٧٦	-١,٨٥٠	-٤,٥٠٧	٣,٤٣٧	-٣,١٤٣
r_{2t}^*	-١,٢١٧	-٤,٠٧٠	-٢,٨٧٩	-٢,٥٧٦	-١,٨٧٣	-٤,٠٩٨	٣,٤٣٧	-٣,١٤٣

وتؤكد النتائج السابقة عدم إستقرار معدلات الفائدة المحلية عند المستوى وإستقرارها عند الفرق الأول وهو ما تشير إليه أيضاً نتائج إختبار (KPSS) والموضحة في جدول (١١) التالي:

جدول رقم (١١)
نتائج إختبار (KPSS) لمعدلات الفائدة المحلية والأجنبية

المتغير	في حال وجود ثابت				في حال وجود ثابت ومتجه			
	قيمة KPSS المحسوبة (عند المستوى)	قيمة KPSS المحسوبة (الفرق الأول)	قيمة KPSS الجدولية (٥%)	قيمة KPSS الجدولية (١٠%)	قيمة KPSS المحسوبة (عند المستوى)	قيمة KPSS المحسوبة (الفرق الأول)	قيمة KPSS الجدولية (٥%)	قيمة KPSS الجدولية (١٠%)
r_t	٠,٧٨٥	٠,١١٤	٠,٤٦٣	٠,٣٤٧	٠,٢٧٧٦١٧	٠,٠٨٥	٠,١٤٦	٠,١١٩
r_{1t}*	٠,٥٦٣	٠,١٠٥	٠,٤٦٣	٠,٣٤٧	٠,١٨٧	٠,١٠٨	٠,١٤٦	٠,١١٩
r_{2t}*	٠,٦٧٢	٠,١٢٢	٠,٤٦٣	٠,٣٤٧	٠,١٤٤	٠,١١٤	٠,١٤٦	٠,١١٩

٤-٤-٢-٢ اختبار التكامل المشترك

نظراً لأن السلاسل الزمنية لكل من معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأردنية لمدة ٣ أشهر (r_t) ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية لمدة ٣ أشهر(r_{1t}*) ومعدل الفائدة على أذونات الخزينة الأمريكية لمدة ٣ أشهر(r_{2t}*) متكاملة من الدرجة الأولى (Integrated of order (1)، فسيتم اختبار التكامل المشترك بطريقة أنجل- جرانجر ذات الخطوتين Two Steps-Test Augmented Engle-Granger (AEG) for Co integration. حيث يتم في الخطوة الأولى إجراء انحدار التكامل لشهادات الإيداع الأردنية لمدة ٣ أشهر (r_t) كمتغير تابع ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية لمدة ٣ أشهر(r_{1t}*) كمتغير تفسيري. ومن ثم مع معدل الفائدة على أذونات الخزينة الأمريكية لمدة ٣ أشهر(r_{2t}*) كمتغير تفسيري. ويمكن التعبير عن هذه العلاقات في الصورة التالية

$$\mathbf{r_t = c + \beta_1\, r_{1t} + e_{1t}}$$

و

$$\mathbf{r_t = c + \beta_1\, r_{2t} + e_{2t}}$$

- حيث تمثل **c** ثابت.

ومن هذه الخطوة يتم تقدير الخطأ العشوائي (e_{1t}) و(e_{2t}). أما الخطوة الثانية فإنها تتضمن فحص مدى إستقرار سلسلة الخطأ العشوائي لمعادلات معدل الفائدة على شهادات الإيداع الأردنية لمدة ٣ أشهر (r_t).

فبعد إجراء الإنحدار بين المتغيرات السابقة وحفظ قيمة الخطا العشوائي فسيتم إجراء وتنفيذ إختباري ADF وKPSS على هذه السلاسل. فإذا تبين إستقرارها فهذا مؤشر عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة. أما إذا أثبتت إختبارات ADF وKPSS عدم إستقراها فهذا ينافي العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.

وتظهر نتيجة هذه الإختبارات في الجدول التالي:

جدول رقم (١٢)

نتائج اختبار (ADF) للخطأ العشوائي من معادلتي إنحدار (r_t) على (r_{1t}) و(r_{2t})

المتغير	في حال وجود ثابت			في حال وجود ثابت ومتجه		
	قيمة ADF المحسوبة (عند المستوى)	قيمة ADF الجدولية (٥%)	قيمة ADF الجدولية (١٠%)	قيمة ADF المحسوبة (عند المستوى)	قيمة ADF الجدولية (٥%)	قيمة ADF الجدولية (١٠%)
e_{1t}	-٢,٠٥٧	-٢,٨٧٩	-٢,٥٧٦	-١,٩٩١	٣,٤٣٧	-٣,١٤٣
e_{2t}	-١,٣٦٠	-٢,٨٧٩	-٢,٥٧٦	-١,١٦٧	٣,٤٣٧	-٣,١٤٣

ومما سبق تتبين عدم قدرتنا على رفض الفرضية العدمية القائلة بعدم إستقرار الخطأ العشوائي. وفي عدم الإستقرار ما ينفي العلاقة طويلة الأجل بين معدلات الفائدة المحلية ومعدلات الفائدة الأجنبية. وتؤكد النتائج السابقة عدم إستقرار الخطأ العشوائي المُقدر، وهو ما تشير إليه نتائج إختبار (KPSS) والموضحة في جدول (١٣) التالي:

جدول رقم (١٣)
نتائج اختبار (KPSS) للخطأ العشوائي من معادلتي إنحدار (r_t) على (r_{1t}) و(r_{2t})

المتغير	في حال وجود ثابت			في حال وجود ثابت ومتجه		
	قيمة ADF المحسوبة (عند المستوى)	قيمة ADF الجدولية (٥%)	قيمة ADF الجدولية (١٠%)	قيمة ADF المحسوبة (عند المستوى)	قيمة ADF الجدولية (٥%)	قيمة ADF الجدولية (١٠%)
e_{1t}	٠,٣٥٦	٠,٤٦٣	٠,٣٤٧	٠,١٣٢	٠,١٤٦	٠,١١٩
e_{2t}	٠,٣٠٥	٠,٤٦٣	٠,٣٤٧	٠,١٩٣	٠,١٤٦	٠,١١٩

ومما يبدو من النتائج السابقة أنهـا محيـرة بعـض الـشيء. فالنتـائج الإحـصائية المستخلصة من اختبارات نظرية تكافؤ معدل الفائدة تشير إلى رفض هذه الفرضـية بـين معدلي الفائدة المحلي (ممثلاً بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع الأردنية لمـدة ٣ أشـهر) وبين معدل الفائدة الأجنبي (سواءً مُثل بمعدل الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية لمـدة ٣ أشهر أو بمعدل الفائدة على أذونات الخزينة الأمريكية لمدة ٣ أشهر). وفي هـذا دليـل على أن السياسة النقدية الأردنية تتمتع بالإستقلالية المطلوبة لتنفيذ الأهـداف الإقتـصادية الكلية.

ومما يبدو محيراً هو ما يُظهره الشكل رقم (٥) من وجود ترابط بين معـدل الفائـدة المحلي والأجنبي؛ فالتحرك المشترك يبدو جلياً بالعين المجردة. ويمكن تفسير هذا التناقض من خلال وجود فارق موجب بين المعدلين يميل في كامل الفترة تقريبـاً لـصالح معـدل الفائدة المحلي. بالإضافة إلى أن الولايات المتحدة خلال فترة الدراسة قد خفضت معـدلات الفائدة لديها لمستويات تاريخية. كل هذا ساعد على إيجاد فارق موجب ومـريح للـسلطة النقدية المحلية لحماية سعر الصرف المرتبط بالدولار.

إن الفارق الموجب بين المعدلين قد ساهم في إعطاء حرية أكبـــر للـــسياسة النقديـــة المحلية بعدم التتبع التام لمعدلات الفائدة الأجنبية. وعليه فإن هذه الدراســـة لا تلغـــي دور رغبة السلطة النقدية في مراقبة معـــدلات الفائـــدة الأجنبيـــة (خاصـــة معـــدلات الفائـــدة الأمريكية)، ولكن المستوى المنخفض للمعدلات الأمريكية والذي ساعد في إيجـــاد فـــارق موجب لصالح المعدلات المحلية، قد ساهم في ردود فعل متباينة للسلطة النقديـــة المحليـــة (بين إستجابة متسارعة وإستجابة بطيئة) للتغيرات في معدلات الفائدة الأمريكية، وبالتـــالي ضعف العلاقة التكاملية بين المتغيرين.

ومما يؤيد ما ذكر آنفاً، إختبار (AEG) للتكاملية الذي أثبت إنتفاء العلاقـــة التكامليـــة طويلة الأجل بين المتغيرات أعلاه. وللقيام بعملية (Robustness) للتأكد من مـــصداقية النتائج السابقة تم تطبيق إختبار آخر للتكامليـــة هـــو (Johansen Co integration Test) والذي أثبت أيضاً إنتفاء العلاقة طويلة الأجل بين المتغيـــرات. كمـــا أن إختبـــار (Granger Causality) لم يثبت أن معدلات الفائدة الأجنبية تُـــسبب معـــدلات الفائـــدة المحلية (نتائج الإختبارين الأخيرين متاحة عند الطلب).

الفصل الخامس

مناقشة النتائج والتوصيات

تم في هذه الدراسة إختبار نظرية تكافؤ معدل الفائدة للتحقق من وجود تحرك مشترك ما بين معدلي الفائدة المحلي والأجنبي، وذلك باستخدام اختباري: دكي- فولر الموسع (ADF) واختبار KPSS، بالإضافة إلى اختبار التكاملية لمعرفة درجة التكاملية بين معدلات الفائدة الأردنية ومعدلات الفائدة الأمريكية. ويمكن تلخيص أبرز النتائج وتوصيات هذه الدراسة بما يلي:

٥ - ١ النتائج

١. جاءت نتائج اختبار استقرارية فروق السلاسل الزمنية منافية لنظرية تكافؤ معدل الفائدة التي تفترض استجابة معدل الفائدة المحلي للأجنبي ، وبالتالي لم تُظهر لنا النتائج وجود تحرك مشترك بين معدلي الفائدة المحلي والأجنبي على المدى الطويل، وهذا يتفق مع فرضية الدراسة القائلة بعدم وجود تحرك مشترك بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية.

٢. وعند إجراء إختبارات التكاملية للكشف عن وجود علاقة طويلة الأجل بين معدلات الفائدة المحلية ومعدلات الفائدة الأجنبة أثبت إختباري (Augmented Engle Granger Test) و(Johansen Co integration Test) عدم وجود علاقة تكاملية بين المتغيرين.

٣. وبالرغم من النتائج السابقة، فإن هذه الدراسة لا تلغي دور رغبة السلطة النقدية في مراقبة معدلات الفائدة الأمريكية والإبقاء على هامش موجب يصب لصالح معدلات الفائدة المحلية، خاصة في ظل نظام لسعر الصرف يقوم على ربط الدينار بالدولار الأمريكي. ولكن بسبب المستوى المنخفض لمعدلات الفائدة الأمريكية، والذي ساهم في إيجاد فارق موجب لصالح معدلات الفائدة المحلية، ساعد السلطة النقدية المحلية على إبقاء هامش مريح يمنع وصول الصدمات وردود الفعل المتسارعة للتغيرات في معدلات الفائدة الأمريكية على الإقتصاد المحلي.

٤. تنبع أهمية النتائج التي تؤكد عدم تحقق نظرية تكافؤ معدل الفائدة بين الأردن والولايات المتحدة من أنها تمثل دليلاً حقيقياً على وجود حيز لصانع السياسات

الاقتصادية يمكنه التحرك فيه، خاصة فيما يتعلق بالسياسة النقدية التـي تواجـه استقلاليتها التحدي الأكبر في ظل ربط سعر الدينار الأردني بالدولار الأمريكي وحرية حركة رأس المال.

٥. أظهرت السيناريوهات المتعددة لمعدلات الفائـدة الأمريكيـة المختلفـة سـواءً استخدمت أذونات الخزينة (T.B) أو شهادات الإيداع لمدة ثلاثة أشـهر (Cd_3) نفس النتائج التي تُوصِّل إليها.

٥ - ٢ التوصيات

في ضوء ما تقدَّم، توصي الدراسة بالتالي:

١. المحافظة على هامش متسع للفائدة بين معدل الفائدة المحلية والأجنبيـة بهـدف جعل الدينار الأردني أكثر جاذبية من الدولار من جانب المدخرات، إضافةً إلى أن ذلك يعطي السياسة النقدية استقلالية أكبر حتى في ظل ربط الدينار الأردنـي بالدولار الأمريكي وحرية حركة رأس المال.

٢. إعادة النظر في نظام سعر الصرف المتبع، وفيما إن كان نظام تثبيـت الـدينار الأردني أمام الدولار الأمريكي هو النظام الأمثل أم غيره، ومقارنة تكلفة هـذا التثبيت المتمثّلة في التضحية بجزء من استقلالية السياسة النقدية، مع مردود هذا النظام على تقلبات الأسعار وتلقي الصدمات الخارجية في الأردن. وقد تناولـت إحدى الدراسات السابقة هذا الموضوع بالبحث والتحليل، حيث وصلت الدراسة إلى أن تثبيت الدينار الأردني بسلة حقوق السحب الخاصة هو النظـام الأمثـل الذي يعمل على تحقيق أقل تقلبات في المتغيرات الاقتصادية الرئيسية (قادوس، ١٩٩٩).

المصادر والمراجع

المراجع العربية

- أبو الرب، جهاد، (٢٠٠٣)، **مدى فعالية السياسة النقدية والائتمانية للبنك المركزي في مواجهة أزمات الاقتصاد الأردني وبرامج التصحيح الاقتصادي (١٩٦٤-٢٠٠٠)**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- آفاق الاقتصاد العالمي، (٢٠٠٨)، صندوق النقد الدولي.
- البقمي، ناصح، **جريدة الاقتصادية**، العدد ٥١٢٣، ١٠ شوال ١٤٢٨هـ ٢١ أكتوبر ٢٠٠٧.
- الجزيرة نت، **الاقتصاد والأعمال**، ٢٠٠٩/٤/٢٨.
- الدباغ والجومرد، (٢٠٠٣)، **المقدمة في الإقتصاد الكلي**، دار المناهج للنشر والتوزيع: عمان، الاردن.
- الرفاعي، هنادي، (٢٠٠٠)، **أثر سعر الصرف على صادرات الأردن من الفوسفات والبوتاس والاسمنت ١٩٨٣-١٩٩٧**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- الصادق وآخرون، (١٩٩٧)، **سياسات وإدارة الصرف في البلدان العربية**، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر: أبو ظبي، الامارات.
- العلاوين، محمد، (١٩٩٨)، **أثر الائتمان المصرفي في إحداث التقلبات الاقتصادية في الأردن (١٩٧٣-١٩٩٦)**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

- الفرحان، أسامة، (٢٠٠٢)، **محددات معدل الفائدة في الإقتصاد الأردني دراسة تطبيقية لفترة (١٩٩٠-٢٠٠٠)**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- الفولي ودويدار، (٢٠٠٣)، **مبادىء الاقتصاد النقدي**، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية: الإسكندرية، مصر.
- المركزي، الأردني، (١٩٨٥)، **البنك المركزي الأردني خلال عشرين عاماً ١٩٦٤-١٩٨٤**، عمان، الاردن.
- بوردو، مايكل، ٢٠٠٣، نظم **سياسات سعر الصرف**، صندوق النقد العربي- معهد السياسات الاقتصادية.
- جامع، جامع، ١٩٧٩، **مبادئ الاقتصاد الكلي**، دار المجمع العلمي، جدة.
- جرادات، فريد، (١٩٩٧)، **الإنفتاح الاقتصادي الأردني وأثره على فعالية السياسات المالية والنقدية الاقتصاد النقدي والمصرفي بين النظرية والتطبيق**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- حشيش، عادل، (٢٠٠٤)، **أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي**، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية: الاسكندرية، مصر.
- دويدار والفولي، ٢٠٠٣، **مبادىء الاقتصاد النقدي**، دار الجامعة الجديدة: الإسكندرية، مصر.
- رشدي، مصطفى، (١٩٧٩)، **الاقتصاد النقدي - النظرية –السياسة – التطبيق**، مؤسسة الثقافة الجامعية: الاسكندرية، مصر.
- **سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية**، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، العدد الثالث، ١٩٩٧، أبو ظبي، تحرير علي توفيق صادق وآخرون.

- شكوكاني، حنان، (٢٠٠٥)، **أثر السياسة المالية والنقدية على النمو الإقتصادي في الأردن**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

- قادوس، مقداد، (١٩٩٩)، **اختيار نظام سعر الصرف الأمثل للدينار الأردني (١٩٧٨-١٩٩٧)**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.

- قويدر، مي، (٢٠٠٨)، **أثر السياسة النقدية على حجم الائتمان المصرفي لدى البنوك التجارية الكبيرة والصغيرة في الأردن (١٩٩٣-٢٠٠٧)**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

- كويفاس وورنر، ٢٠٠٣، نظم سياسات سعر الصرف، صندوق النقد العربي- معهد السياسات الاقتصادية.

- مطالقة، مأمون، (٢٠٠٤)، **دور السياسة النقدية في تحقيق الإستقرار النقدي في الأردن (١٩٧٦-٢٠٠٢)**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

- **نظم سياسات سعر الصرف**، (٢٠٠٣)، صندوق النقد العربي- معهد السياسات الاقتصادية.

المراجع الأجنبية

- Aizenman, J. (2005), **Pegged Exchange Rate Regimes – A Trap?**, *Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2006-07*
- Borensztein, E., J. Zettelmeyer and T. Philippon (2001), **"Monetary Independence in Emerging Markets: Does the Exchange Rate Regime make a Difference?"** *IMF Working Paper* WP /01/1.
- Caner, M. and L. Kilian (2001). **"Size Distortions of Tests of the Null Hypothesis of Stationarity: Evidence and Implications for the PPP Debate,**" *Journal of International Money and Finance,* Vol. 20.
- Frankel, J., S. Schmukler and L. Serven (2002), **"Global transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency regimes**,*"* *NBER Working Paper* No.8828.
- Goodfriend, M. (2007), **" How the World Achieved Consensus on Monetary Policy**", *Journal of Economic Perspectives,* Volume 21, Pages 47–68
- Grenade, K., W., Moore (2007), **"Co-Movements Between Foreign and Domestic Interest Rates in a Fixed Exchange Rate Regime: The Case of ECCU and US**", ECCB, *Working Papers.*
- Karam p. (2001), "**Exchange Rate Policies in Arab Countries: Assessment and Recommendations**", Economic Policy Institute, Arab Monetary Fund, Abu Dhabi, , 114-118.
- Kwiatkowski D., P. Schmidt and Y. Shin (1992), **"Testing the Null Hypothesis of Stationarity against the Alternative of a Unit Root**," *Journal of Econometrics,* Vol. 54, pp. 159-178.

- Maziad, Samar (2009),"**Monetary Policy and the Central Bank in Jordan"**, IMF Working Paper.
- Nusair, Salah (2003), **"Testing The Validity Of Purchasing Power Parity For Asian Countries**", 132, Journal Of Economic Development 129. Volume 28, Number 2.
- Obstfeld, M., J, Shambaugh and A. Taylor (2004), **"The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility,**" *NBER Working Paper* No. 10396.
- Taylor, John (2001),"**The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules",** American Economic Review, Papers and Proceedings, 91(2).pp. 263-267.
- Walsh, Carl (1998), **Monetary theory and policy**, The MIT press-Cambridge, Massachustts, London, England.

THE CO-MOVEMENT BETWEEN DOMESTIC AND FOREIGN INTEREST RATES UNDER THE PEG OF JORDANIAN DINAR WITH A U.S DOLLAR

By
Jasmine AL-Asa'd

Supervisour
Dr. Mohammad AL-Alawin

Abstract

The interest rate is considered one of the most important economic variables that bear vast significance in economy. It is also one of the main monetary policy tools. Considering the highly important role played by monetary policies, through its various tools, to impact most macroeconomic variables, such as inflation, growth and unemployment, the importance of this study is embodied in identifying the relationship between the foreign and domestic interest rate amidst fixed exchange rates of the Jordanian dinar against the US dollar, as well as the role of such relationship in terms of the monetary policy applied by the Central Bank of Jordan, and to which extent could this move be a reason for the Jordanian interest rate to be impacted by any crisis that hits the US interest rates, during (1: 1995- 12: 2008).

Stationarity tests have been applied- for two different scenarios for U.S interest rates- to confirm the applicability of the interest rate parity theory, in other words, the existence of co-movement between the foreign and domestic interest rates. In addition, we used Co-Integration Test, which tests the stationarity of the time series used, and then apply the Co-Integration Test. The results of testing the time series and its differential stationarity was conflict with

the theory of equal interest rate, which means that no co-movement exists on the long run, and there is a dependency of the Jordan monetary policy. And this is consistent with the hypotheses of the study.

The researcher recommends maintaining a wide margin between the US and the Jordanian interest rates, with a difference that allows even the least monetary independence for the monetary policy makers, in addition to continuous search in the advantages and flaws of the current exchange rate system, in an attempt to reach the best exchange rate system that bears the least losses to the monetary independence.